



**VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ**

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

**FAKULTA PODNIKATELSKÁ**

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

**ÚSTAV FINANCÍ**

INSTITUTE OF FINANCES

**STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU VÝNOSOVOU  
METODOU**

VALUATION OF THE FIRM BY USING INCOME CAPITALIZATION APPROACH

**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

MASTER'S THESIS

**AUTOR PRÁCE**

AUTHOR

**Bc. Kateřina Sedláčková**

**VEDOUCÍ PRÁCE**

SUPERVISOR

**Ing. Michal Karas, Ph.D.**

**BRNO 2021**

# Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav financí  
Studentka: **Bc. Kateřina Sedláčková**  
Studijní program: Účetnictví a finanční řízení podniku  
Studijní obor: bez specializace  
Vedoucí práce: **Ing. Michal Karas, Ph.D.**  
Akademický rok: 2020/21

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

## Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou

### Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod  
Cíle práce a metody zpracování  
Teoretická východiska ohodnocení podniku  
Strategická a finanční analýza podniku  
Prognóza generátorů hodnoty  
Návrh finančního plán  
Náklady kapitálu  
Návrh výsledného ocenění  
Závěr  
Seznam použité literatury  
Přílohy

### Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovit hodnotu podniku s použitím metody DCF entity. Za tímto účelem provede studentka finanční analýzu za posledních 5 let, dále strategickou analýzu a sestaví finanční plán, provede odhad diskontní sazby a sestaví výsledné ocenění.

### Základní literární prameny:

DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 3. upravené vyd. Praha: Ekopress, 2010. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

GRASSEOVÁ, M. a kol. Analýza podniku v rukou manažera. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2010. 325 s. ISBN 97880-251-2621-9.

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN: 978-80-86929-67-5.

MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: IOMVŠE, 2007. 242 s. ISBN: 978-80-245-1242-6.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2020/21

V Brně dne 28.2.2021

L. S.

---

doc. Ing. Mgr. Karel Brychta, Ph.D.  
ředitel

---

doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D.  
děkan

**Abstrakt**

Předmětem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku VISCUMA PLASTIC, a.s. s využitím výnosových metod ocenění k 31. 12. 2019. Teoretická část práce je zaměřena na seznámení s pojmy, postupy a metody, které se při oceňování podniku využívají. V praktické části je nejdříve představena oceňovaná společnost. Dále je zpracována strategická a finanční analýza a sestaven finanční plán. Na závěr je provedeno samotné ocenění výnosovou metodou.

**Abstract**

The aim of this Master thesis is to determinate the value of the company VISCUMA PLASTIC, a.s. by using yield valuation methods as of 31. 12. 2019. The theoretical part of thesis is focused on getting acquainted with the concepts, procedures and methods used in the valuation of the company. Practical part begins with the introduction of the company. Further processed strategic and financial analysis and created financial plan. Finally, the valuation itself is performed using the yield valuation methods.

**Klíčová slova**

Strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, oceňování podniku, generátory hodnoty, diskontovaný peněžní tok

**Key words**

strategic analysis, financial analysis, financial plan, business valuation, value generators, discounted cash flow

### **Bibliografická citace**

SEDLÁČKOVÁ, Kateřina. *Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou*. Brno, 2021. Dostupné také z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/135139>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav financí. Vedoucí práce Michal Karas.

**Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 15. května 2021

.....

Podpis studenta

**Poděkování**

Ráda bych poděkovala svému vedoucímu Ing. Michalu Karasovi, Ph.D. za jeho odbornou pomoc, cenné rady a připomínky k této diplomové práci.

# OBSAH

<b>OBSAH .....</b>	<b>- 1 -</b>
<b>ÚVOD.....</b>	<b>- 10 -</b>
<b>CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ.....</b>	<b>- 11 -</b>
<b>1 TEORETICKÉ VÝCHODISKA OHODNOCENÍ PODNIKU .....</b>	<b>- 12 -</b>
1.1 DEFINICE PODNIKU A DŮVODY JEHO OCENĚNÍ .....	- 12 -
1.2 HODNOTA PODNIKU.....	- 13 -
1.3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....	- 16 -
1.4 STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	- 16 -
1.5 FINANČNÍ ANALÝZA .....	- 18 -
1.5.1 <i>Analýza absolutních ukazatelů .....</i>	<i>- 19 -</i>
1.5.2 <i>Rozdílové ukazatelé .....</i>	<i>- 19 -</i>
1.5.3 <i>Poměrové ukazatelé .....</i>	<i>- 20 -</i>
1.5.4 <i>Souhrnné indexy hodnocení.....</i>	<i>- 24 -</i>
1.6 PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ AKTIVA.....	- 26 -
1.6.1 <i>Nejvíce zastoupená nepotřebná aktiva .....</i>	<i>- 27 -</i>
1.6.2 <i>Provozně nutný investovaný kapitál.....</i>	<i>- 27 -</i>
1.6.3 <i>Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....</i>	<i>- 28 -</i>
1.7 PROGNOZA GENERÁTORŮ OCEŇOVANÉHO PODNIKU .....	- 28 -
1.8 FINANČNÍ PLÁN .....	- 31 -
1.9 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	- 32 -
1.9.1 <i>Metody založené na analýze výnosů .....</i>	<i>- 32 -</i>
1.9.2 <i>Metody založené na analýze majetku .....</i>	<i>- 39 -</i>
1.9.3 <i>Metody založené na analýze trhu.....</i>	<i>- 41 -</i>
<b>2 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI .....</b>	<b>- 44 -</b>
<b>3 STRATEGICKÁ A FINANČNÍ ANALÝZA .....</b>	<b>- 45 -</b>
3.1 ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIONÁLU .....	- 45 -
3.1.1 <i>PEST analýza.....</i>	<i>- 46 -</i>
3.2 ANALÝZA KONKURENCE A VNITŘNÍHO POTENCIONÁLU PODNIKU .....	- 51 -
3.2.1 <i>Porterův model pěti sil.....</i>	<i>- 52 -</i>
3.2.2 <i>McKinseyho model 7S.....</i>	<i>- 55 -</i>
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA.....	- 56 -
3.3.1 <i>Analýza absolutních ukazatelů .....</i>	<i>- 57 -</i>
3.3.2 <i>Analýza rozdílových ukazatelů.....</i>	<i>- 62 -</i>



3.3.3	<i>Analýza poměrových ukazatelů</i>	- 63 -
3.3.4	<i>Souhrnné indexy hodnocení</i>	- 66 -
3.3.5	<i>Shrnutí finanční analýzy</i>	- 68 -
3.4	SWOT ANALÝZA	- 69 -
<b>4</b>	<b>ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ</b>	<b>- 72 -</b>
<b>5</b>	<b>PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY</b>	<b>- 74 -</b>
5.1	PROGNÓZA TRŽEB PODNIKU	- 74 -
5.2	PROGNÓZA ZISKOVÉ MARŽE	- 76 -
5.3	PROGNÓZA PRACOVNÍHO KAPITÁLU	- 79 -
5.4	PROGNÓZA INVESTIC DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU	- 80 -
5.5	PROGNÓZA RENTABILITY PROVOZNĚ POTŘEBNÉHO KAPITÁLU	- 82 -
5.6	PŘEDBĚŽNÉ OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ PROGNÓZOVANÝCH GENERÁTORŮ	- 82 -
<b>6</b>	<b>NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU</b>	<b>- 83 -</b>
6.1	PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁT	- 84 -
6.2	PLÁNOVANÁ ROZVAHA	- 85 -
6.3	PLÁN VÝKAZU CASH FLOW	- 86 -
<b>7</b>	<b>NÁKLADY KAPITÁLU</b>	<b>- 87 -</b>
<b>8</b>	<b>NÁVRH VÝSLEDNÉHO OCENĚNÍ</b>	<b>- 89 -</b>
	<b>ZÁVĚR</b>	<b>- 92 -</b>
	<b>CITOVANÁ LITERATURA</b>	<b>- 93 -</b>
	<b>SEZNAM TABULEK</b>	<b>- 96 -</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ</b>	<b>- 97 -</b>
	<b>SEZNAM GRAFŮ</b>	<b>- 97 -</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH</b>	<b>- 98 -</b>
	<b>PŘÍLOHY</b>	<b>- 98 -</b>

# ÚVOD

Stanovení hodnoty podniku je složitý a komplexní proces, který ovlivňuje celá řada faktorů. Mezi ně se řadí například zkušenost oceňovatele nebo dostupnost a kvalita informací, které lze o společnosti a trhu na kterém působí získat. Na základě získaných dat o společnosti oceňovatel vypracuje finanční a strategickou analýzu, která je východiskem pro zhodnocení současného a odhadu budoucího stavu podniku. Z dat by mělo vyplynout, zda je podnik schopen splnit podmínku „going concern“, tedy že v budoucnu bude schopen přežít a bude tvořit přidanou hodnotu pro vlastníky. Je potřeba zdůraznit, že výsledná hodnota podniku není hodnotou skutečnou či objektivní, ale jedná se pouze o subjektivní odhad a pohled oceňovatele.

Ocenění společnosti se provádí zejména při koupi nebo prodeji podniku, kdy je pro současné nebo budoucí majitele důležité znát jeho tržní cenu. Ke stanovení hodnoty však existuje i celá další řada dalších důvodů. Ocenění podniku může sloužit jako podklad pro vedení společnosti při rozhodování mezi sanací a likvidací či při rozhodování v jaké výši podnik pojistit.

Pro stanovení hodnoty podniku existuje několik metod ocenění. Výběr metody však záleží na účelu, za kterým ocenění provádíme. S jednotlivými metodami je možné se seznámit v teoretických východiscích této diplomové práce.

Ve své diplomové práci se dále věnuji stanovením hodnoty společnosti VISCUMA PLASTIC a.s. za pomoci výnosové metody diskontovaného cash flow ve variantě DCF entity. Oceňovaný podnik sídlí v pardubické kraji a zabývá se přesným vstřikováním plastů, a to zejména pro automobilový průmysl. Stanovena bude objektizovaná hodnota podniku ke dni 31.12. 2019

## CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ

Hlavním cílem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku VISCUMA PLASTIC a.s. výnosovou metodou diskontovaného cash flow ve variantě DCF entity. Stanovena bude objektivizovaná hodnota ke dni 31.12. 2019 pro nezávislého investora.

Diplomovou práci lze rozdělit na dvě části, a to teoretickou a praktickou. V teoretické části jsou objasněny stěžejní pojmy a postupy, které se stanovováním hodnoty podniku souvisí. V Praktické části pak budou aplikovány teoretické poznatky na vybraném podniku.

Pro možné stanovení hodnoty podniku bude v praktické části zapotřebí splnit tyto dílčí cíle - provést strategickou a finanční analýzu společnosti. Zjištěné poznatky ze strategické a finanční analýzy shrnout v rámci SWOT analýzy. Dále je nutné rozdělit majetek na provozně potřebný a nepotřebný, prognózovat generátory hodnoty, zpracovat návrh finančního kapitálu, stanovit náklady kapitálu, a v neposlední řadě vypracovat samotný návrh výsledného ocenění.

Při plnění cílů diplomové práce bude využito těchto metod:

deskripce – Tato metoda bude využita v části zabývající se teoretickými východisky ohodnocení podniku v rámci které budou vymezeny pojmy a postupy využívané při ocenění podniku,

analýza – metoda analýzy byla využita při zpracování strategické a finanční analýzy,

syntéza – poznatky ze strategické a finanční analýzy budou za použití syntézy shrnuty ve SWOT analýze,

matematicko-statistické metody – za pomoci jednoduché regrese bude možné prognózovat budoucí tržby podniku,

analyticko-syntetická metoda – bude využita při prognóze generátorů hodnoty.

# 1 Teoretické východiska ohodnocení podniku

V rámci teoretické části diplomové práce jsem nejdříve definovala důležité pojmy týkajících se oceňování podniku. Další kapitola se zabývá obecným postupem pro ocenění, na kterou navazuje charakteristika vstupních analýz. V závěru jsou popsány jednotlivé metody využívané pro stanovení hodnoty podniku.

## 1.1 Definice podniku a důvody jeho ocenění

V první řadě je důležité definovat, co se rozumí pod pojmem podnik. Tento pojem do roku 2013 popisoval obchodní zákoník v § 5 takto: „*Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit*“

Od počátku roku 2014, kdy vešel v platnost Nový občanský zákoník se začal používat pojem obchodní závod, ten je v § 502 vymezen následovně: „*Obchodní závod (dále jen "závod") je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.*“

Přestože v textu bude zmiňován dlouhodobě zaužívaný pojem podnik, je třeba tento pojem chápat tak, jak jej vymezuje Nový občanský zákoník. Tedy jako synonymum pojmu obchodní závod.

Motivy ke stanovení hodnoty podniku mohou být různé, dle Kislingerové (2001, s. 11) se však mezi nejčastější důvody řadí:

- Koupě nebo prodej podniku,
- zvýšení, případně snížení základního kapitálu,
- splynutí, sloučení či rozdělení obchodních společností,
- změna právní normy obchodní společnosti,
- rozhodování o sanaci nebo likvidaci podniku,
- zvažování poskytnutí nebo přijetí cizího kapitálu,
- vnitřní nebo vnější potřeba hodnocení dosahování základního cíle, tj. zvyšování tržní hodnoty podniku,
- pojištění podniku.

## 1.2 Hodnota podniku

Je nutné upozornit na možnou záměnu pojmů cena a hodnota. Cenou se rozumí určitá částka, jež byla zaplacená za podnik v daném čase a místě. Na výši ceny působí mnoho faktorů jako nabídka a poptávka, nebo strategie vyjednávání. Hodnota se pak neváže na určité okolnosti s prodejem a je získána jako výsledek ocenění. (Dluhošová, 2010, s. 171)

Mařík (2018, s. 24) definuje pojem hodnota jako očekávané budoucí příjmy pro vlastníky, nebo skupinu investorů podniku, které jsou diskontované na jejich současnou hodnotu. Dále zmiňuje, že očekávané budoucí příjmy nelze z dlouhodobého hlediska jednoznačně určit, a proto dále hodnotu popisuje jako „*víru v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích*“.

Hodnotu podniku lze rozřadit do několika kategorií, Mařík (2018, s. 25) zmiňuje tržní hodnotu, investiční hodnotu, objektivizovanou hodnotu, spravedlivou hodnotu a komplexní přístup na základě Kolínské školy.

### Tržní hodnota

Tržní hodnota je odhad potenciální tržní ceny k určitému datu. Tato hodnota nám dává odpověď na otázku, kolik je ochoten za podnik zaplatit průměrný zájemce na trhu. Je to tedy odhadnutá částka, která by se měla rovnat ceně, kdy je majetek směněn dobrovolně, mezi dvěma nezávislými a dobře informovanými stranami. Pro získání tržní hodnoty je potřeba provést průzkum trhu. Využití zjištěné tržní hodnoty se nejvíce hodí při uvádění podniku na burzu, nebo při prodeji podniku neznámému kupujícímu. (Sabolovič, 2008, s. 19-20)

### Investiční hodnota

Investiční hodnota, nazývaná rovněž subjektivní, vychází z předpokladu, že podnik je jedinečnou a méně likvidní formou aktiva. Důležitou roli při určování investiční hodnoty hraje subjektivní mínění, představy a cíle účastníků směny. Za účastníka směny lze pokládat, určitého prodávajícího, kupujícího, či současného vlastníka. Investiční hodnota nám tedy dá odpověď na otázku, jakou má podnik hodnotu z pohledu určitého subjektu. Za protipól investiční hodnoty lze považovat objektivizovanou hodnotu, která bude popsána následně. (Mařík, 2018, s. 33-34)

Investiční neboli subjektivní hodnota by měla sloužit především při zvažování o koupi či prodeji podniku, a při rozhodování o jeho sanaci nebo likvidaci. (Sabolovič, 2008, s. 21)

### **Objektivizovaná hodnota**

Vzhledem k tomu, že objektivní hodnoty podniku nelze dosáhnout, začal se užívat termín objektivizovaná hodnota. Tato hodnota odpovídá na otázku, jakou hodnotu můžeme považovat za relativně méně spornou. (Mařík, 2018, s. 35)

Sabolovič (2008, s. 21) charakterizuje objektivizovanou hodnotu jako „typizovanou hodnotu budoucích výsledků, která se získá, pokud podnik bude pokračovat v činnosti při nezměněném konceptu, a pokud bude přihlédnuto ke všem realistickým budoucím očekáváním v rámci jeho šancí a rizik na trhu, finančních možností a také ostatních faktorů vlivu“.

Sabolovič (2008, s. 22) doporučuje využití objektivizované hodnoty především při poskytování úvěrů a při zjišťování reálné bonity podniku.

### **Spravedlivá hodnota**

Tato kategorie hodnoty je odpovědí na otázku – Za jakou hodnotu by bylo spravedlivé, aby byl podnik směněn mezi určitou dvojicí subjektů? (Mařík, 2018, s. 32)

V mezinárodních oceňovacích standardech je pak spravedlivá hodnota definována jako: „*odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku mezi konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran.*“

### **Komplexní přístup**

Komplexní přístup na základě Kolínské školy používá několik funkcí oceňování, a to:

- funkci poradenskou,
- funkci rozhodčí,
- funkci argumentační,
- funkci komunikační,
- funkci daňovou.

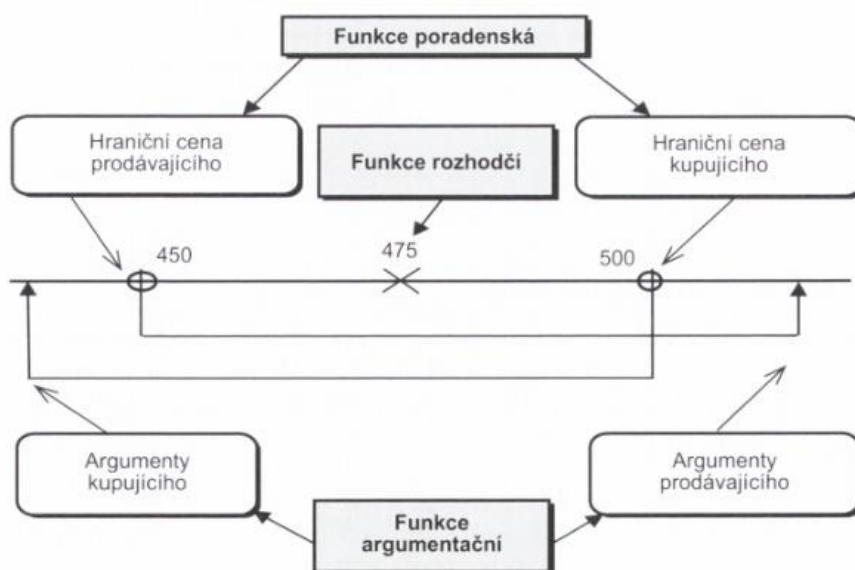
Každá ze zmíněných funkcí má určitý cíl. Například daňová funkce poskytuje podklady pro daňové účely. Cílem komunikační funkce je podat informace pro veřejnost, a to hlavně investorům a bankám. (Mařík, 2018, s.39)

Za nejvíce důležitou funkci je pak považována funkce poradenská. Účelem funkce je poskytnout stranám směny informace o maximální ceně kupujícího a minimální ceně prodávajícího. Minimální a maximální cena tvoří tzv. hraniční hodnoty. (Mařík, 2018, s.39)

V návaznosti na poradenskou funkci je využito funkce rozhodčí. Nezávislý oceňovatel v této funkci by měl dospět k odhadnutí hraničních hodnot a nalezení spravedlivé hodnoty v tomto rozpětí. V poslední fázi se využívá argumentační funkce, kdy oceňovatel předkládá argumenty, jež mají zlepšit pozici vybrané strany a slouží jako podklad pro jednání. (Mařík, 2018, s.39)

Sabolovič (2008, s. 22) pak zmiňuje, že užití hraničních hodnot je užitečné především v situacích, kdy je důležité vyvažovat zájmy jednotlivých stran.

Tento systém lze zobrazit graficky následovně:



Obrázek 1 – Systém funkcí dle Kolínské školy

Zdroj: Mařík, 2018, s. 39

### **1.3 Postup při oceňování podniku**

Dle Kislingerové (2001, s. 25) by se při oceňování podniku v samém začátku mělo vymezit zadání práce, sestavit tým odborníků a určit časový harmonogram prací. Tým by měl být sestaven kromě z vedoucího týmu a dalších specialistů a asistentů, také ze zástupců top managementu, jelikož právě ti stanovují zadání práce, ale také podávají informace o podniku.

Mařík (2018, s 71) uvádí, že postup oceňování je vždy třeba modifikovat podle konkrétních podmínek. V obecné rovině však doporučuje provádět oceňování podniku v následujících krocích:

- 1) Sběr vstupních dat
- 2) Analýza dat
  - Strategická analýza
  - Finanční analýza
  - Rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná
  - Analýza a prognóza generátorů hodnoty
  - Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
- 3) Zpracování finančního plánu
- 4) Výběr vhodných metod ocenění, jejich aplikace a závěr

### **1.4 Strategická analýza**

Mařík (2018, s. 74-75) považuje strategickou analýzu za klíčovou fázi při oceňování podniku. Dále také upozorňuje na skutečnost, kdy jí prozatím v praxi není věnována taková pozornost, jaká by měla být. Strategická analýza slouží jako důležitý podklad ke zvýšení věrohodnosti stanovené hodnoty podniku, nikoliv jako pouhý doplněk k výpočtům.

Dle Maříka (2018, s.76) při strategické analýze lze postupovat v těchto bodech:

- Analýza vnějšího potenciálu
- Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku
- Prognóza tržeb oceňovaného podniku



### **Analýza vnějšího potencionálu**

Analýzu vnějšího potencionálu je možno provést za pomoci PEST analýzy. PEST je akronymem čtyř skupin makroekonomických faktorů, které tato analýza popisuje a jsou následující:

- **Politicko-právní faktory** – Tyto faktory zahrnují například politiku zdanění, antimonopolní opatření nebo legislativu týkající se životního prostředí či bezpečnosti práce.
- **Ekonomické faktory** – Součástí ekonomických faktorů je vývoj HDP, míra inflace, úrokové sazby, míra nezaměstnanosti a celkový stav ekonomiky s ohledem na hospodářský cyklus.
- **Sociálně-demografické faktory** – K těmto faktorům se řadí například vývoj životní úrovně obyvatelstva, míra vzdělanosti nebo demografický vývoj.
- **Technicko-technologické faktory** – Tento typ faktorů analyzuje například trendy v inovacích produktů a vývoji technologií. (Váchal, 2013, s. 97)

### **Analýza konkurence a vnitřního potencionálu podniku**

Pro analýzu konkurence a vnitřního potencionálu podniku využijeme Porterův model pěti sil a analýzu interních faktorů McKinsey 7s.

Porterův model pěti sil:

Keřkovský (2006, s. 55) uvádí, že Porterův model pěti sil je založen na předpokladu, kdy strategická pozice firmy, která působí v daném odvětví je dána těmito faktory:

- vyjednávací síla dodavatelů,
- vyjednávací síla odběratelů,
- riziko vstupu potencionálních konkurentů,
- hrozba substitutů
- konkurenční prostředí

Fotr (2017) o Portrově analýze dále uvádí, že každá z pěti sil (faktorů) specificky a predikovatelně určuje ziskovost odvětví. Přičemž zde existuje vztah, kdy čím více intenzivní je některý z faktorů, tím větší je vyvíjen tlak na pokles cen a růst nákladů pro firmy. Tento vztah tedy vypovídá o míře atraktivitu odvětví pro firmu, která již v tomto odvětví působí.

Analýza interních faktorů McKinsey 7S:

Model „7S“ firmy McKinsey vznikl v 70. letech s cílem pomoci manažerů porozumět spletností souvisejících s organizačními změnami. Model dostal své pojmenování podle níže uvedených sedmi faktorů, které začínají písmenem S:

- Strategie
- Struktura
- Systémy
- Styl práce a vedení
- Spolupracovníci
- Schopnosti
- Sdílené hodnoty

Pro to, aby daná implementace byla efektivní, je třeba se zaměřit na všechny faktory najednou, jelikož jsou všechny faktory provázané. (Mallya, 2007, s. 73)

### **SWOT analýza**

SWOT analýza by měla vycházet z předchozích provedených analýz. Dle Grasseové (2010, s. 296) je SWOT analýza nástrojem rekapitulace a shrnutí všech předcházejících závěrů. Jednotlivé závěry jsou identifikovány jako silné či slabé stránky nebo příležitosti a hrozby, a to dle toho, zda vychází z vnějšího anebo vnitřního prostředí společnosti.

### **Prognóza tržeb oceňovaného podniku**

Prognóza tržeb oceňovaného podniku by měla vycházet z předpokladů zjištěných ve strategické analýze. Prognózovaná velikost tržeb podniku je dána jako příslušný tržní podíl na celkovém tržním obratu. (Mařík, 2018, s. 112), (Vochozka, 2012, s. 135-136)

Velikost tržního obratu lze odhadnout za pomoci analýzy časových řad a jejich extrapolací, regresní analýzou nebo odhadem budoucího vývoje na základě srovnání se zahraničím. (Mařík, 2018, s. 86)

## **1.5 Finanční analýza**

V rámci finanční analýzy bude popsána horizontální a vertikální analýza, rozdílové ukazatele, poměrové ukazatele a ukazatele souhrnné.

### 1.5.1 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů zahrnuje horizontální analýzu neboli analýzu trendů a vertikální analýzu, jež se zabývá procentuálním rozbořem. Analýza absolutních ukazatelů pracuje s účetními výkazy a velikost výsledných ukazatelů je závislá na velikosti podniku. (Grünwald, Holečková, 2007, s. 54)

#### Horizontální analýza

Horizontální analýza se zaměřuje na změnu položek účetních výkazů v čase. Touto analýzou můžeme sledovat buď absolutní nebo procentuální růst hodnoty. Absolutní a procentuální změny jsou pak dány následujícími vztahy. (Scholleová, 2017, s. 152)

Absolutní změna:

$$\text{Absolutní změna} = \text{ukazatel}_{t+1} - \text{ukazatel}_t \quad (1)$$

Procentuální změna:

$$\text{Procentuální změna} = \frac{\text{Absolutní změna}}{\text{ukazatel}_t} \cdot 100 \quad (2)$$

#### Vertikální analýza

Vertikální analýza zobrazuje, jakou měrou se jednotlivé položky podílí na celkové sumě. To je pro analýzu rozvahy výše aktiv a pro analýzu výkazu zisku a ztrát suma celkových výnosů nebo nákladů. Vzhledem k tomu, že se výsledky nejčastěji zachycují v procentech, někdy se této analýze také nazývá procentuální rozbor.

Vertikální analýzu lze provést pomocí tohoto vztahu:

$$P_i = \frac{x_i}{X} \cdot 100 \quad (3)$$

Kde  $P_i$  znázorňuje hledaný výsledek,  $x_i$  je položka nebo vybraná část souboru a  $X$  je sumou hodnot položek určitého souboru. (Kotulič a kol., 2018, s. 81)

### 1.5.2 Rozdílové ukazatele

Knápková (2017, s. 85) uvádí, že rozdílové ukazatele slouží především k analýze a finančnímu řízení likvidity. Za jeden z nejvýznamnějších rozdílových ukazatelů považuje čistý pracovní kapitál neboli provozní kapitál. Čistý pracovní kapitál lze vypočítat jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky. Je to tedy část oběžného majetku, která je financována dlouhodobými zdroji financování.

$$\text{čistý pravocnní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky} \quad (4)$$

### 1.5.3 Poměrové ukazatelé

Poměrové ukazatelé podle Knápkové (2017, s. 87) patří k nejoblíbenější metodě finanční analýzy. Nejvíce využívané ukazatele lze rozřadit do těchto kategorií:

- Ukazatelé zadluženosti
- Ukazatelé likvidity
- Ukazatelé aktivity
- Ukazatelé rentability

#### 1.5.3.1 Ukazatelé zadluženosti

Termín zadluženost značí fakt, že společnost pro financování svého majetku využívá cizí kapitál. Je nutné si uvědomit, že určitá míra zadlužení podniku je žádoucí. Díky zadluženosti podniku lze dosahovat vyšší rentability, a tím i vyšší tržní hodnoty podniku. Na druhou stranu, zadluženost s sebou nese i riziko finanční nestability podniku. (Sedláček, 2007, s. 63)

K ukazatelům zadluženosti patří:

**Ukazatel věřitelského rizika** je nejběžnějším ukazatelem zadluženosti. V odborné literatuře se uvádí, že by měl dosahovat hodnot 30 až 60 %. Záleží však také na odvětví analyzovaného podniku. Můžeme však konstatovat, že čím vyšších hodnot tento ukazatel dosahuje, tím vyšší riziko nesou věřitelé (Knápková, 2017, s. 88)

$$\text{Ukazatel věřitelského rizika} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{Celková aktiva}} \cdot 100 \quad (5)$$

**Ukazatel vlastnického rizika** je doplňkovým ukazatelem k ukazateli věřitelského rizika. Součet těchto dvou ukazatelů by se totiž měl rovnat 100 %. Ukazatel měří, kolik procent je financováno vlastním kapitálem. (Růčková, 2019, s. 68)

$$\text{Ukazatel vlastnického rizika} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}} \cdot 100 \quad (6)$$

**Úrokové krytí** měří, kolikrát vyšší podnik vytvořil zisk, než jsou jeho nákladové úroky. V případě, kdyby ukazatel byl roven 1, pak by podnik právě vytvořil zisk, který by stačil pouze pro zaplacení nákladových úroků věřitelům. Doporučená hodnota tohoto ukazatele se uvádí vyšší než 5. (Knápková, 2017, s. 90)

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}} \quad (7)$$

### 1.5.3.2 Ukazatelé likvidity

Likviditou se rozumí schopnost podniku splácet své krátkodobé závazky. Ukazatelé jsou konstruovány jako poměr, kde do čitatele dosazujeme „čím je možno platit“ a do jmenovatele „co je nutné platit“. Čítenel je pak obměňován položkami z rozvahy s různým stupněm likvidnosti, tedy s různou dobou, kdy jsou majetkové složky schopny se přetransformovat na peněžní prostředky. (Sedláček, 2007, s. 66), (Knápková, 2017, s. 93)

Pro ukazatele likvidity jsou typické tyto ukazatelé:

**Běžná likvidita** je též nazývaná jako likvidita 3. stupně. Tento ukazatel udává, kolikrát jsou větší oběžná aktiva oproti krátkodobým závazkům. Vyjadřuje tedy schopnost podniku uspokojit věřitele v situaci, kdy podnik by přeměnil všechna svá oběžná aktiva na peněžní prostředky. Za doporučené rozmezí ukazatele se považují hodnoty 1,5 až 2. (Růčková, 2019, s. 59)

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (8)$$

**Pohotová likvidita** neboli likvidita 2. stupně vyjadřuje schopnost podniku splácet své závazky věřitelům bez toho, aby byl nucen prodávat své zásoby. Již z této definice je tedy jasné, že ukazatel by se měl rovnat alespoň 1. Za doporučenou horní hranici ukazatele se považuje hodnota 1,5 (Kalouda, 2015, s. 60)

Za předpokladu, že by pohotová likvidita dosahovala vyšších než doporučených hodnot, tento stav by byl žádoucí pro věřitele. Nebude však žádoucí pro akcionáře a vlastníky podniku. (Růčková, 2019, s. 59)

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (9)$$

**Hotovostní likvidita**, zvaná také likvidita 1. stupně nebo okamžitá, by dle literatury měla nabývat hodnot v rozmezí 0,2 až 0,5. Do ukazatele vstupují jen ty nejvíce likvidní položky z oběžných aktiv. Příliš vysoké hodnoty ukazatele svědčí o neefektivním hospodaření s finančními prostředky. (Knápková, 2017, s. 95)

$$\text{hotovostní likvidita} = \frac{KFM + \text{peněžní prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (10)$$

### 1.5.3.3 Ukazatelé rentability

Ukazatelé rentability měří výnosnost vloženého kapitálu. Čím vyšších hodnot tedy jednotlivé ukazatelé dosahují, tím efektivněji podnik hospodaří se svým majetkem a kapitálem. (Knápková, 2017, s. 100)

Nejběžnější jsou tyto ukazatelé rentability:

**Rentabilita investovaného kapitálu (Return on capital employed)** udává, jak velkého zisku podnik dosáhl díky každé investované koruně od jednotlivých akcionářů a věřitelů podniku. (Vochozka, 2011, s. 22)

Režňáková (2012, s. 11-12) považuje za investovaný kapitál ty zdroje krytí majetku, u nichž lze stanovit jejich cenu. Tyto zdroje se nazývají zpoplatněný kapitál. Je tvořen vlastními zdroji a úročeným cizím kapitálem.

$$ROCE = \frac{EBIT}{investovaný\ kapitál} \quad (11)$$

**Rentabilita celkového kapitálu (Return on assets)** zhodnocuje výdělečnou schopnost účetní jednotky. Ukazatel poměřuje zisk s celkovými aktivy společnosti, aniž by se rozlišovala, zda jsou aktiva podniku kryta vlastními či cizími zdroji. Výslednou hodnotou ukazatele zjistíme, kolik jedna korunu z investovaného kapitálu vynesla korun celkem. (Máče, 2006, s. 33)

$$ROA = \frac{EBIT}{celková\ aktiva} \quad (12)$$

**Rentabilita vlastního kapitálu (Return on equity)** je jedním z klíčových ukazatelů rentability. Udává, kolik čistého zisku připadá na jednu investovanou korunu vlastníky podniku. Výsledná hodnota ukazatele by měla být vyšší, než jsou úroky z dlouhodobých vkladů. Právě rozdíl mezi výnosností vlastního kapitálu a dlouhodobých vkladů je odměnou za riziko, které vlastníci podniku podstupují. (Knápková, 2017, s. 103)

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní\ kapitál} \quad (13)$$

**Rentabilita tržeb (return on sales)** je ukazatel, kterému se také nazývané ziskové rozpětí nebo zisková marže. Za pomoci tohoto ukazatele lze zjistit, jak velký zisk je podnik schopen vytvořit z jedné koruny tržeb. Výsledné hodnoty rentability tržeb je

vhodné porovnat s konkurenčními podniky. Nízké hodnoty ukazatele značí chybné řízení firmy, naopak vysokých hodnot dosahují podniky s nadprůměrnou úrovní. (Růčková, 2019, s.65), (Dluhošová, 2010, s. 82)

$$ROS = \frac{EAT}{tržby} \quad (14)$$

**Rentabilita nákladů (Return on costs)** je doplňkovým ukazatelem k rentabilitě tržeb. Čím více je výsledná hodnota ukazatele nižší, tím více ji lze považovat za příznivější. To je dáno skutečností, že na jednu korunu tržeb bylo potřeba vynaložit méně nákladů. (Růčková, 2019, s.66)

$$ROC = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{Celkové náklady}} \quad (15)$$

#### 1.5.3.4 Ukazatelé aktivity

Skupina ukazatelů aktivity slouží pro řízení aktiv podniku. Výsledné hodnoty vypovídají zejména o tom, jak jsou jednotlivé položky majetkové struktury přiměřené vzhledem k hospodářským aktivitám podniku. Jinými slovy, ukazatelé měří, jak efektivně podnik využívá vložené prostředky do různých položek aktiv. (Knápková, 2017, s. 107), (Čížinská, 2018, s. 207)

Ukazatelé aktivity mají dvě formy:

- Počet obrátů
- Doba obrátů.

**Obrat aktiv** měří, jak efektivně podnik využívá svůj majetek. Pokud je obrátkovost příliš nízká, můžeme říci, že podnik svůj majetek nedostatečně využívá. Naopak za předpokladu, že by obrátkovost byla velmi vysoká, může ukazatel indikovat situaci, kdy podnik nemá dostatečně mnoho aktiv pro to, aby v budoucnu mohl zareagovat na růstovou příležitost. Hodnota ukazatele by měla být dle literatury rovna alespoň jedné. Záleží však také na odvětví analyzovaného podniku. (Knápková, 2017, s. 107-108), (Kislingerová, 2007, s. 93)

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \quad (16)$$

**Doba obratu zásob** sleduje, za kolik dní je v průměru zásoba spotřebována nebo prodána. Žádoucím jevem je snižující se trend tohoto ukazatele. Kislingerová (2007, s.

93) dále dodává, že „*musí existovat určitý vztah mezi optimální velikostí zásob a rychlostí obratu zásob, aby zásoby zajišťovaly plynulou výrobu a podnik byl schopen reagovat na poptávku*“.

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{průměrný stav zásob}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (17)$$

**Doba obratu pohledávek** měří průměrný počet dní, za které podnik inkasuje své pohledávky. Toto období tak podnik poskytuje obchodní úvěr svým odběratelům. V případě, že by ukazatel naznačoval, že jsou doby splatnosti faktur nedodržovány, bylo by zapotřebí prozkoumat platební kázeň jednotlivých odběratelů. (Dluhošová, 2010, s. 87), (Knápková, 2017, s. 108)

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{průměrný stav pohledávek}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (18)$$

**Doba obratu závazků** vypovídá o průměrném počtu dní, za které jsou hrazeny závazky podniku. Růčková (2019, s.71) upozorňuje, že je důležité srovnat ukazatele doby obratu pohledávek a závazků, kdy ukazatel doby obratu závazků by měl dosahovat vyšších hodnot, aby nebyla narušena finanční stabilita podniku.

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{průměrný stav závazků}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (19)$$

#### 1.5.4 Souhrnné indexy hodnocení

Dalším nástrojem finanční analýzy jsou souhrnné indexy hodnocení. Souhrnné indexy hodnocení vznikly jako výsledek snahy autorů hodnotit finanční zdraví podniku pomocí jednoho ukazatele. (Růčková, 2019, s. 78)

Souhrnné indexy hodnocení dělí Růčková (2019, s. 78) do dvou skupin:

- **Soustavy hierarchicky uspořádaných ukazatelů**

U těchto ukazatelů existují matematické vztahy. Klasickou soustavou hierarchických ukazatelů jsou pyramidové soustavy. Pyramidové soustavy jsou založeny na rozkladu vrcholového ukazatele do několika úrovní. Pro lepší přehlednost jsou často zobrazovány v grafické podobě.

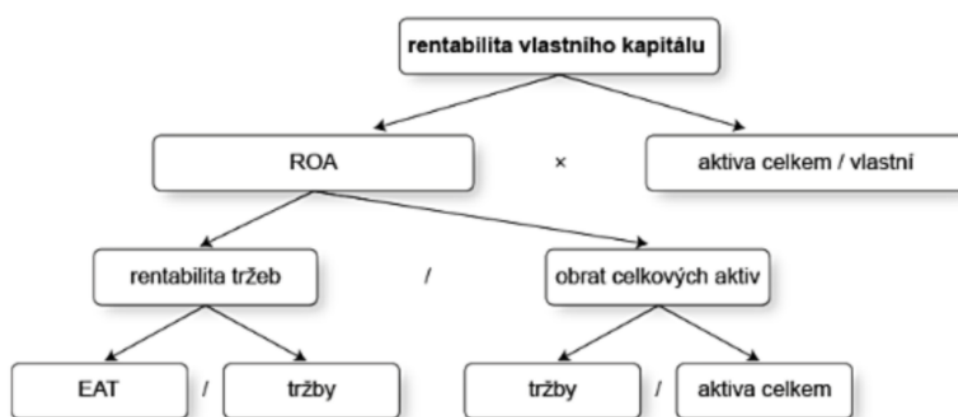
- **Účelově vybrané skupiny ukazatelů**



Účelově vybrané skupiny ukazatelů si kladou za cíl ohodnotit finanční situaci podniku a prognózovat budoucí vývoj. To vše na základě výsledku jednoho souhrnného ukazatele.

#### 1.5.4.1 Soustavy hierarchicky uspořádaných ukazatelů

Pyramidové soustavy ukazatelů, jako je například tento Du Pontův rozklad rentability vlastního kapitálu, který je znázorněn na obrázku č. 2, vyjadřuje provázanost jednotlivých ukazatelů. Mezi ukazateli jsou vazby aditivní a multiplikativní. Je zřejmé že, jakákoliv změna určitého ukazatele, se projeví v celé pyramidě a bude mít vliv na výslednou hodnotu vrcholového ukazatele, tj. rentability vlastního kapitálu. (Růčková, 2019, s. 79)



Obrázek 2 – Du Pontův rozklad

Zdroj: Růčková, 2019, s. 79

#### 1.5.4.2 Účelově vybrané skupiny ukazatelů

K účelově vybraným skupinám ukazatelů patří bankrotní a bonitní modely. Díky bankrotním modelům lze předpovědět, zda podnik do určité doby zbankrotuje. Bonitní modely si pak kladou za cíl zhodnotit finanční zdraví podniku za pomoci bodového ohodnocení. (Knápková, 2017, s. 132)

Jedním z bonitních modelů, který sestavili manželé Neumaeirovi je index důvěryhodnosti. Index byl sestaven se zřetelem na české podmínky a hledisko vlastníka. (Scholleová, 2017, s. 176)

Manželé Neumaeirovi (2008) k indexu důvěryhodnosti dodávají, že nejvíce vypovídací schopnost má model pro středně velké a velké průmyslové podniky, protože právě na nich byl ukazatel testován.

Aktualizovaná podoba ukazatele z roku 2005 je následující:

$$IN05 = 0,13 \cdot X_1 + 0,04 \cdot X_2 + 3,92 \cdot X_3 + 0,21 \cdot X_4 + 0,09 \cdot X_5 \quad (20)$$

Jednotlivé proměnné získáme následujícími výpočty:

$X_1$  = aktiva / cizí zdroje

$X_2$  = EBIT / nákladové úroky

$X_3$  = EBIT / aktiva

$X_4$  = Výnosy / aktiva

$X_5$  = oběžná aktiva / krátkodobé závazky

Aby bylo možné zjistit, jak si analyzovaný podnik vede, je potřeba výslednou hodnotu indexu IN05 zařadit do jednoho z níže uvedených intervalů:

IN05 je menší než 0,9

Podnik směřuje k bankrotu

IN05 je v intervalu od 0,9 do 1,6

Podnik se nachází v tzv. šedé zóně

IN05 je větší než 1,6

Podniku tvoří hodnotu

## 1.6 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva

Mařík (2018, s. 141-142) zmiňuje, že při oceňování by aktiva podniku měla být rozdělena na provozně potřebná a nepotřebná. Z výkazu zisku a ztrát by následně měly být vyňaty ty náklady a výnosy, které s nepotřebnými aktivy souvisí. Upozorňuje také na to, že v případě, kdy z majetku nebudou vyňaty provozně nepotřebná aktiva, stanovená hodnota podniku bude s velkou pravděpodobností chybná.

Pro vyčlenění těchto nepotřebných aktiv udává Mařík (2018, s. 141-142) tyto důvody:

- Některé části majetku nejsou využívány a tím pádem nejsou zdrojem žádných, nebo velmi malých příjmů.
- Přestože některá aktiva jsou zdrojem příjmů, v případě, kdy nesouvisí s provozem, nesou s sebou jiná rizika.
- K ocenění nepotřebných aktiv se při oceňování postupuje jiným způsobem. Většinou se uvažuje, že by tato nepotřebná aktiva mohl vlastník prodat nebo dát k likvidaci.

### 1.6.1 Nejvíce zastoupená nepotřebná aktiva

Mezi nejčastěji nepotřebná aktiva Mařík (2018, s. 143-145) řadí:

**Krátkodobý finanční majetek**-U krátkodobého finančního majetku je zapotřebí se zaměřit na položky majetkových a dluhových cenných papírů k obchodování, dluhové cenné papíry se splatností do 1 roku, jež jsou drženy do splatnosti a na položku ostatní cenné papíry.

**Peněžní prostředky**-Ty zahrnují peníze v pokladnách a na bankovních účtech. Pro stanovení potřebné výše peněžních prostředků se vychází z ukazatele okamžité likvidity. Za potřebnou výši peněžních prostředků je považováno okolo 20 % z krátkodobých závazků, může však záviset i na odvětví podniku.

**Dlouhodobý finanční majetek**-V případě, že byl dlouhodobý finanční majetek pořízen pouze jako investice, je považován za nepotřebné aktivum. Jiná situace je to tehdy, když investice má spojitost s hlavní činností podniku.

**Ostatní provozně nepotřebná aktiva**-To mohou být například pozemky a stavby, které nesouvisí s hlavní činností podniku, nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky a ostatní aktiva, které podnik vlastní v nepřiměřené vysoké výši.

### 1.6.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Mařík (2018, s. 146) zmiňuje, že je nutné také identifikovat kapitál v minulých letech, kterým byla financována provozně potřebná aktiva. Tuto část kapitálu budeme dále označovat jako provozně nutný investovaný kapitál.

Mařík (2018, s. 146) dále uvádí, že výpočet provozně nutného kapitálu se provádí z rozvahy za pomoci těchto úprav:

- Z aktiv se vyjmou položky, které jsou provozně nepotřebné,
- Od oběžných aktiv odečteme ty závazky, u kterých není možné vyčíslit jejich náklady. Tj. závazky vůči dodavatelům nebo státu. Této části oběžných aktiv lze pak nazývat pracovní kapitál.

Provozně nutný investovaný kapitál pak zahrnuje provozně potřebný dlouhodobý majetek a pracovní kapitál.

### **1.6.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření**

V případě, kdy byla identifikována nějaká provozně nepotřebná aktiva je nutné vyloučit ze zisku a ztrát výnosy a náklady s těmito aktivy související. Pro provedení úprav je vhodnější použít provozní výsledek hospodaření, oproti výsledku hospodaření běžného období. (Mařík, 2018, s. 146)

Nejčastěji se jedná podle Maříka (2018, s.146-147) o vyloučení těchto položek:

- Tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku,
- odpisy majetku, který nesouvisejí z hlavní činností podniku,
- ostatní výnosy a náklady, které mají mimořádný charakter.

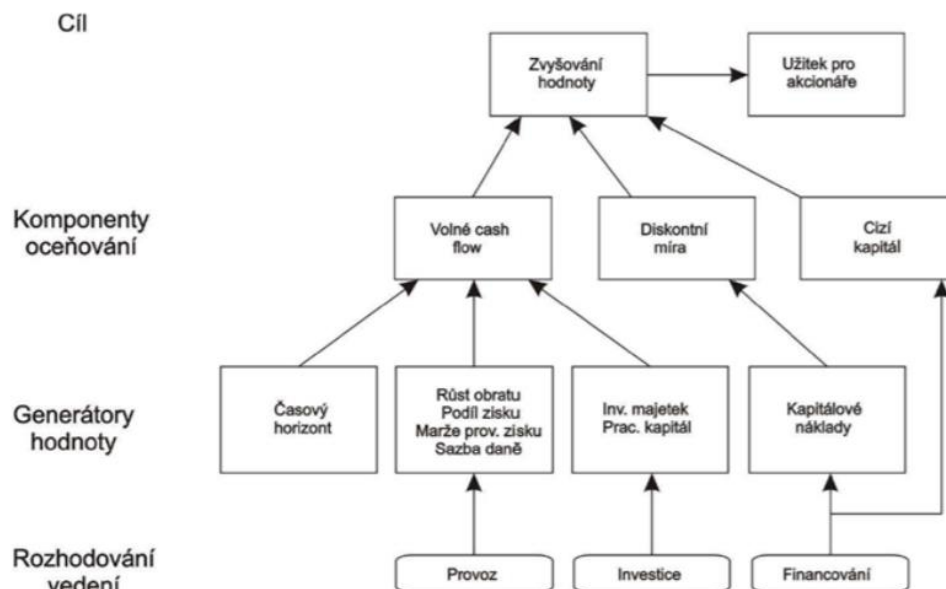
Mezi ostatními výnosy se zpravidla objevují položky smluvní pokuty a úroky z prodlení nebo mimořádné provozní výnosy. K častým nákladovým položkám patří dary, smluvní pokuty a penále, ostatní pokuty a penále, manka, škody a mimořádné provozní náklady.

Po provedení těchto úprav získáme tzv. korigovaný provozní výsledek hospodaření. Jedná se tedy o tu část výsledku hospodaření, která je financována provozně nutným kapitálem.

### **1.7 Prognóza generátorů oceňovaného podniku**

Podle Maříka (2018, s.149) lze termín generátor hodnoty chápat jako soubor základních veličin, které v souhrnu určují hodnotu podniku. Ty se většinou určují podle konkrétního přístupu k oceňování podniku, přičemž nejčastěji to bývá metoda diskontovaných peněžních toků.

Generátory hodnoty Mařík také pro lepší pochopení zachytil graficky:



Obrázek 3 – Generátory hodnoty

Zdroj: Mařík, 2018, s. 149

## Tržby

Tržby jsou zásadním generátorem hodnoty podniku. V případě, že pracujeme s prognózou tržeb poskytnutou managementem oceňovaného podniku, je potřeba brát v úvahu příliš optimistický a nereálný výhled. Prognózu je dále vhodné srovnat s kapacitními možnostmi podniku. Prognóza tržeb dále slouží jako podklad pro finanční plán. (Sabolovič, 2008, s. 57)

## Provozní zisková marže

Dalším generátorem hodnoty je provozní zisková marže, tu znázorňuje tento vztah:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{KPVH}{\text{tržby}} \quad (21)$$

Kde, KPVH je korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi a odpisy.

Podle Maříka (2018, s. 151) není dostačující určit marži jako pouhý rozdíl odhadnutého vývoje tržeb a nákladů, ale je žádoucí provést tzv. prognózu ziskové marže shora a zdola. V závěru je nutné tyto dvě prognózy sladit.

### a) Prognóza ziskové marže shora

Tento postup je považován za základní. Východiskem tohoto postupu je vývoj ziskové marže v minulosti. O ten se pak opírá budoucí prognóza vývoje do budoucnosti.

### b) Prognóza ziskové marže zdola

Při zjišťování ziskové marže zdola nejdříve prognózujeme jednotlivé nákladové položky – tj. výkonová spotřeba, náklady na prodané zboží, osobní náklady a vypočteme korigovaný provozní zisk. Pokud již známe zisk i tržby, lze dopočítat také ziskovou marži.

### Pracovní kapitál

Pracovní kapitál v kontextu generátorů hodnoty nechápeme tak jak je pospán ve finanční analýze – tedy jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků. V tomto kontextu jsou to ta oběžná aktiva, jež jsou ponížena pouze o krátkodobý cizí kapitál, který není úročený. Dále všechny veličiny vstupují do výpočtu pouze v provozně potřebné výši. (Mařík, 2018, s. 157)

Upravený pracovní kapitál můžeme podle Maříka vypočítat takto:

peněžní prostředky  
+ zásoby  
+ pohledávky  
- neúročené závazky  
+ časové rozlišení aktiv  
- časové rozlišení pasiv  
= pracovní kapitál

### Investice do dlouhodobého majetku

I zde je nutné kalkulovat investice do dlouhodobého majetku pouze v provozně potřebné výši. Za investice v této souvislosti dále považujeme i investice do výzkumu a vývoje nebo investice do lidského kapitálu. Analýza investic je stěžejní zejména z důvodu, že investice se nevyvíjí rovnoměrně. Generovat prostředky pro pořízení investic je považováno za nezbytné pro dlouhodobou životnost podniku. (Sabolovič, 2008, s. 59)

V případě že již známe generátory hodnoty, můžeme podle Saboloviče (2008, s. 59-60) na jejich základě provést prvotní nástřel hodnoty podniku. Tu zjistíme dosazením do následujícího vzorce.

$$H_b = \frac{X_{t-1}(1+g) \cdot r_{ZP_x} \cdot (1-d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (k_{WC} + K_{DMx})}{i_k - X} \quad (22)$$

Kde,  $H_b$  = výnosová hodnota brutto

$X$  = velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky

$g$  = tempo růstu tržeb

$r_{ZPx}$  = provozní zisková marže z korigovaného VH

$d$  = sazba daně z korigovaného VH

$k_{WC}$  = koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu

$K_{DMx}$  = koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku

## 1.8 Finanční plán

Mařík (2018, s. 175) uvádí, že pro ocenění podniku výnosovou metodou je nutné sestavit finanční plán, ten se sestavuje v podobě účetních výkazů, a to v tomto pořadí:

- Plánovaný výkaz zisku a ztrát
- Plánovaný výkaz Cash Flow
- Plánovaná rozvaha

Sabolovič (2008, s. 61) pak upozorňuje, abychom v případě, kdy nám jsou poskytnuty finanční plány managementem podniku, je slepě nepřebíraly, jelikož tyto plány bývají velmi často nerealistické. Proto je tyto finanční plány vhodné alespoň upravit, nejlépe však vytvořit zcela nové.

Při sestavování finančního plánu se využívá řada metod a technik, Vochozka (2011, s. 139) zmiňuje konkrétně:

- Metoda procenta z tržeb
- Extrapolace časových řad
- Propočet z doplňujících údajů
- Expertní techniky

Vochozka (2011, s. 139-140) tyto metody a techniky popisuje následovně:

**Metoda procenta z tržeb** je nejvíce využívanou metodou při sestavování finančního plánu. Metoda vychází ze závislosti určitých položek na výši plánovaného provozního obratu společnosti. Za pomoci metody procentního podílu z tržeb se plánují nejen vybrané položky výnosů a nákladů, ale i položky provozně potřebných aktiv.

**Extrapolace časových řad** se může využít, když mezi velikostí vybrané položky neexistuje lineární závislost na tržbách. V první řadě je nutná analýza časové řady v minulosti, poté se odhaduje budoucí trend vývoje.

**Propočet z doplňujících údajů** se využívá u položek, které nelze přímo plánovat a je v první fázi nutné provést různé propočty. To se děje zejména u položek odpisů, nákladových úroků, nerozděleného zisku, fondu z vlastního kapitálu a výši peněžních prostředků.

**Expertní techniky** se zabývají kontrolou přesnosti a reálnosti stanovených výsledků finančního plánu, případně pak také jeho korekcí.

## **1.9 Metody oceňování podniku**

Pro stanovení hodnoty podniku uvádí Mařík (2018) hned několik metod. Tyto metody však můžeme rozdělit do tří skupin, podle toho, z jakého principu při oceňování vycházíme. Konkrétně se jedná o tyto tři skupiny přístupů k ocenění:

- ocenění na základě analýzy výnosů,
- ocenění na základě analýzy trhu,
- ocenění na základě analýzy majetku.

### **1.9.1 Metody založené na analýze výnosů**

Sabolovič (2008, s. 78) považuje v současnosti výnosové metody jako základní přístup pro odhad hodnoty podniku. Při těchto metodách je hodnota dána očekávaným budoucím užitekem pro jeho vlastníka. Užitekem se pak rozumí očekávané výnosy. Mařík (2018, s. 191) doplňuje, že nejsprávnější je tyto výnosy chápat jako konkrétní peněžní příjmy, které plynou držiteli podniku z tohoto oceňovaného majetku.

K metodám, které jsou založeny na analýze výnosů dle Saboloviče (2008, s. 78) patří:

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DFC)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KCV)
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA/MVA)
- Kombinované výnosové metody



### 1.9.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků pracuje s odhady budoucích příjmů. S rostoucí mírou těchto příjmů pak roste i hodnota oceňovaného podniku. Při využití této metody je prvně zapotřebí vymezit budoucí peněžní toky, v druhém kroku stanovit náklady kapitálu a třetím krokem je samotné stanovení hodnoty podniku ocenění. (Dluhošová, 2010, s. 175)

Mařík (2018, s. 193) uvádí metodu diskontovaného CF v několika variantách, přičemž u všech tří zmíněných metod je cílem ocenit vlastní kapitál a liší se pouze postupem. Konkrétně se jedná o tyto metody:

- Metoda „Entity“ – stanovení hodnoty jako celku
- Metoda „Equity“ – stanovení hodnoty vlastního kapitálu
- Metoda „APV“ – upravená současná hodnota

#### Postup při metodě DFC-Entity

Nejvíce využívanou je právě metoda DFC Entity. Výpočet hodnoty podniku probíhá ve dvou krocích. V prvním kroku diskontujeme peněžní toky, které byly k dispozici pro majitele a věřitele podniku, přičemž získáme hodnotu podniku jako celku. Druhým krokem je odečtení cizího kapitálu ke dni ocenění, čímž se dostáváme k hodnotě vlastního kapitálu (Mařík, 2018, s. 193)

Jak již bylo zmíněno, hodnota podniku se odvíjí od volných peněžních toků, které byly k dispozici majitelům a věřitelům, označujeme je také termínem peněžní toky do firmy (FCFF = free cash flow to firm), ty definuje Mařík (2018, s. 198) jako takový objem peněz, který je možné vyjmout z podniku, aniž by byl narušen jeho budoucí předpokládaný vývoj.

Volné peněžní toky do firmy se podle Maříka (2018, s. 198-199) vypočítají následovně:

+ korigovaný výsledek hospodaření před zdaněním

- upravená daň z příjmů

**= korigovaný výsledek hospodaření po dani**

+ odpisy

+ ostatní náklady započítané do provozního VH, které nejsou výdaji v běžném období

**= předběžný peněžní tok v provozu**

- investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně potřebného)

- investice do dlouhodobého majetku (provozně potřebného)

= **volný peněžní tok do firmy FCFF**

Sabolovič (2008, s. 81) uvádí, že je možné provést odhad hodnoty podniku jako perpetuity nebo lze omezit délku předpokládaného života časovými intervaly. To popisuje tento vztah:

$$H_b = \sum_{t=1}^n FCF_t (1 + i_k)^{-t} \quad (23)$$

Kde,  $FCF_t$  = Volné peněžní prostředky do firmy v roce

$H_b$  = Výnosová hodnota podniku brutto

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

$n$  = počet let předpokládané existence podniku

Za standardní však Sabolovič (2008, s. 82) považuje rozdělní životnosti podniku do několika fází. To vychází zejména z předpokladu nekonečné existence podniku. Za první fázi je považována ta, kdy je možné pro oceňovaný podnik sestavit detailní prognózu pro finanční plán. Obvykle je její délka 3 až 6 let. Druhá fáze pak počínaje tímto koncem obdobím do nekonečna. Druhou fází lze označit jako pokračující hodnotu.

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t (1 + i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T} \quad (24)$$

Kde,  $T$  = délka první fáze v letech

$FCF_t$  = Volné peněžní prostředky do firmy v roce

$PH$  = pokračující hodnota

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

Podle Saboloviče (2008, s. 83) pokračující hodnota významně ovlivní odhadnutou hodnotu podniku. V případě krátké první fáze se na ní může podílet až 80 %.

Pro výpočet pokračující hodnoty se využívá tzv. Gordonův vzorec.

$$T = \frac{FCF_{t+1}}{i_k - g} \quad (25)$$

Kde,  $T$  = poslední prognózované období

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

$g$  = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku při druhé fázi

$FCFF_{t+1}$  = volný peněžní tok pro první rok pokračující druhé fáze

podmínkou pro využití vztahu je tato nerovnost  $i_k > g$

Jak vyplývá z uvedených vzorců, které slouží k výpočtu odhadované hodnoty podniku, je třeba stanovit výši diskontní míry na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu. Tyto náklady vyjadřují průměrnou cenu, za kterou oceňovaný podnik využívá svůj kapitál. Bývají označovány zkratkou WACC, a lze je vypočíst za pomoci následujícího vzorce:

$$WACC = \frac{E}{C} \cdot R_E + \frac{D}{C} \cdot R_D \cdot (1 - t) \quad (26)$$

Kde,  $R_E$  = náklady na vlastní kapitál

$R_D$  = náklady na cizí kapitál

$D$  = cizí kapitál

$E$  = vlastní kapitál

$C$  = celkový kapitál (Vochozka, 2011 s. 121)

Podle Dluhošové (2010, s. 120) jsou náklady na cizí kapitál dány úrokem, který je snížen o efekt daňového štítu. Při rozmanité struktuře nákladů na cizí kapitál, je lze vyčíslit jako aritmetický průměr efektivních úrokových sazeb jednotlivých forem cizího kapitálu, který oceňovaný podnik využívá. V případě, kdy je tyto vnitropodnikové informace obtížné získat, je možné provést odhad nákladů na cizí kapitál s využitím tohoto vztahu:

$$R_D = \frac{\text{Nákladové úroky}}{\text{Průměrný stav bankovních úvěrů}} \quad (27)$$

Náklady na vlastní kapitál jsou dražším způsobem financování majetku oproti kapitálu cizímu. Náklady jsou určeny jako očekávaný výnos investorů. Pro jejich odhad se využívá celá řada modelů, a to například model oceňování kapitálových aktiv, model diskontovaných dividend nebo stavebnicový model, který sčítá jednotlivé rizikové přírážky. (Knápková, 2017, s. 158)

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) je často využívaným způsobem pro stanovení nákladů na vlastní kapitál. Náklady na vlastní kapitál jsou rovny střední očekávané výnosnosti cenného papíru. Model je vyjádřen následující rovnicí:

$$E(R_A) = R_f - (E(R_m) - R_f) \cdot \beta_A \quad (28)$$

Kde,  $E(R_A)$  = střední očekávaná výnosnost cenného papíru A

$R_f$  = bezriziková výnosnost

$\beta_A$  = koeficient Beta cenného papíru A

$E(R_m)$  = střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu

$(R_m - R_f)$  = prémie za tržní riziko

Výše nákladů na vlastní kapitál jsou tedy dány bezrizikovou úrokovou mírou, premií za tržní riziko a faktorem  $\beta_A$ , přičemž, tento faktor se jako jediný váže ke konkrétnímu podniku. (Mařík, 2007, s.115)

Pro neamerické podniky je však vhodnější využít vzorec, který modifikoval profesor Damodaran. Náklady na vlastní kapitál vychází z amerického trhu, ale dále jsou upraveny o rizikovou přírážku země.

$$n_{VK} = r_{f(USA)} + \beta \cdot RPT_{(USA)} + RPZ \quad (29)$$

Kde,  $n_{VK}$  = odhad nákladů na vlastní kapitál

$r_{f(USA)}$  = aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA

$\beta$  = odvětvové  $\beta$  přenesené z rozvinutějších trhů a upravené na zadlužení v tržních cenách určitého podniku

$RPT_{(USA)}$  = riziková prémie kapitálového trhu

$RPZ$  = riziková přírážka země (Mařík, 2007, s. 149)

### 1.9.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů pracuje se současnou hodnotou budoucích zisků. Budoucí zisky oceňovaného podniku jsou odhadovány na základě dat z minulých let. Metodou se přímo zjišťuje hodnota vlastního kapitálu, proto i při výpočtu výnosové hodnoty podniku se vychází jen z výnosu pro držitele. (Sabolovič, 2008, s. 90-91)

Při aplikaci metody kapitalizovaných čistých výnosů je podle Maříka (2018, s. 300) nutné provést analýzu a úpravu dosavadních výsledků hospodaření, v druhém kroku bude učiněna prognóza budoucích čistých výnosů, propočteny finanční potřeby a udělána korekce čistých výnosů. Další nezbytností je odhad kalkulované úrokové míry a na závěr samotný výpočet výnosové hodnoty, a to buď analytickou metodou nebo paušální metodou.

Úprava výsledků hospodaření podle Maříka (2018, s. 301) zahrnuje například vynětí těch výnosů a nákladů, které jsou výsledkem provozně nepotřebných aktiv nebo potřeba zaměřit

se na časovou sladěnost vzniku výnosů a nákladů s obdobím jejich zaúčtování. V případě že úpravy mají vliv na výši daní, je zapotřebí přepočítat jejich výši. Úprava výsledků hospodaření může zahrnovat i další úpravy.

Mařík (2018, s. 308) uvádí, že u paušální metody je při úpravě výsledku hospodaření nutné provést navíc tyto úpravy:

- opravit odpisy, které jsou počítané z historických pořizovacích cen na odpisy z aktuálních reprodukčních cen,
- do trvalého čistého výnosu promítnout předem známé faktory, které se budou lišit od minulosti, to může být například změna daňové sazby apod.,
- přepočíst upravené výsledky hospodaření na cenovou hladinu k datu ocenění.

Vzhledem k tomu, že při paušální metodě se zisky počítají ve stálých cenách, Mařík (2018, s. 309) upozorňuje na kalkulovanou úrokovou míru, která by neměla obsahovat složku očekávané inflace. Úrokovou míru tak můžeme získat takto:

+ výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů (ke dnu ocenění)  
 - očekávaná inflace  
 + riziková přírážka  
 = Kalkulovaná úroková míra

Pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu využijeme vztah, který uvádí Mařík (2018, s. 308) a je následující:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{V}_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (30)$$

Kde,  $\check{V}_t$  = minulé upravené čisté výnosy

$q_t$  = váhy minulých čistých výnosů za určitý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého zisku

$K$  = Počet let zahrnutých do výpočtu

Známe-li již výši trvale odnímatelného výnosu, hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného podniku pak spočítáme dle Maříka (2018, s. 309) jako perpetuitu za pomoci tohoto vzorce:

$$H_n = \frac{T\check{V}}{I_k} \quad (31)$$

Kde,  $TČV$  = trvale odnímatelný čistý výnos

$I_k$  = diskontní míra

### 1.9.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Knápková (2017, s. 153) zmiňuje, že mezi účetním a ekonomickým ziskem existují určité rozdíly. Účetní zisk nezahrnuje náklady na vlastní kapitál, tj. očekávaný výnos vlastníků, který jim investice přinese. Ekonomická přidaná hodnota měří právě zmíněný ekonomický zisk.

Ekonomicky přidaná hodnota, zkráceně EVA, je dána rozdílem operativního zisku po zdanění a náklady na celkový kapitál podniku. Zmíněný ukazatel vystihuje, jak se zvyšuje nebo snižuje hodnota podniku pro své vlastníky. V případě, kdy ukazatel EVA dosahuje kladných hodnot, lze říci, že dochází k tvorbě hodnoty. Podnik musí tedy vyprodukovat alespoň tolik, jak velké jsou jeho náklady na kapitál. Naopak při záporném výsledku ukazatele dochází k úbytku hodnoty. (Knápková, 2017, s. 153), (Dluhošová, 2010, s. 19)

Ukazatel se nejčastěji uvádí v této podobě:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C \quad (32)$$

Kde,  $NOPAT$  = operativní zisk po zdanění

$WACC$  = průměrné vážené náklady na kapitál

$C$  = celkový kapitál podniku

### 1.9.1.4 Kombinované výnosové metody

Kombinované výnosové metody vychází z výnosových a majetkových metod ocenění. Někdy se tyto metody označují také termínem korigované. Jednou z těchto metod je například metoda střední hodnoty, rovněž nazývaná Schmalenbachova metoda. Celková hodnota oceňovaného podniku je dána jako průměr výnosové a substanční hodnoty. (Mařík, 2018, s. 316)

$$H = \frac{V + S}{2} \quad (33)$$

Vzhledem k tomu, že v různých odvětvích má substanční hodnota podle Maříka (2018, s. 317) rozdílný význam, lze vzorec modifikovat přiřazením váhy výnosové a substanční hodnotě. Vzorec by pak vypadal takto:

$$H = \frac{V \cdot X_1 + S \cdot X_2}{X_1 + X_2} \quad (34)$$

Kde,  $X_1$  a  $X_2$  = přiřazené váhy pro výnosovou a substanční hodnotu

Mařík (2018, s. 316-317) upozorňuje na skutečnost, že přestože je střední hodnota oblíbenou metodou praktiků, racionální zdůvodnění metoda nemá, proto by se měla používat s rozvahou. Dle Maříka by se metoda mohla aplikovat jen v případě, kdy se substanční a výnosová hodnota liší maximálně do 5 až 10 %. V případě velkých rozdílů hodnot doporučuje vycházet z hodnoty výnosové, a to zejména jedná-li si o tržní nebo objektivizované ocenění podniku.

### **1.9.2 Metody založené na analýze majetku**

Při oceňování podniku metodami založených na analýze majetku zjišťujeme tzv. substanční hodnotu podniku. Hodnota podniku u majetkových metod je rozdílem mezi souhrnem individuálně oceněných položek majetku a sumy individuálně oceněných položek závazků.

Výběr vhodné metody podle Maříka (2018, s. 365) závisí na předpokladu, zda se očekává trvalá existence oceňovaného podniku. V případě, kdy neuvažujeme o dlouhodobé existenci podniku, se využívá pro stanovení hodnoty:

- likvidační hodnota.

Pokud předpokládáme dlouhodobější existenci podniku, můžeme využít některou z těchto metod:

- ocenění na bázi historických cen (účetní hodnota),
- substanční hodnota na principu reprodukčních cen,
- substanční hodnota na principu úspory nákladů,
- majetkové ocenění na principu tržních cen.

#### **1.9.2.1 likvidační hodnota**

Předmětem odhadu je hodnota, kterou vlastník získá při odprodeji, rozdělení nebo likvidaci jednotlivých položek majetku. Jak z této definice vyplývá a bylo již i zmíněno, nepředpokládá se dlouhodobá existence podniku. (Sabolovič, 2008, s. 71)

Mařík (2018, s. 366) doplňuje, že *„výpočet likvidační hodnoty je v principu velice jednoduchý, z hlediska praktického však velice obtížný, neboť je třeba odhadnout, do jaké míry bude trh schopen majetek vstřebat a za jaké ceny“*

Likvidační hodnotu lze využít pro odhad dolní hranice ocenění podniku, při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku nebo při měření jistoty návratnosti investovaného kapitálu do oceňovaného podniku. (Sabolovič, 2008, s. 71)

Pro výpočet likvidační hodnoty Sabolovič (2008, s. 71) uvádí tento postup:

- + příjmy z prodeje majetku
- výdaje na vyrovnání dluhů a náklady
- likvidace
- +/- běžné podnikové příjmy a výdaje v nezbytně nutné pokračující době činnosti podniku
- = likvidační hodnota podniku

### **1.9.2.2 Ocenění na bázi historických cen**

Majetková hodnota podniku vychází z historických cen, tedy těch, za které byl majetek skutečně pořízený. Hlavním zdrojem informací pro ocenění jsou stavové veličiny obsažené v rozvaze. Při oceňování podniku má tato metoda pouze doplňkovou roli. (Mařík, 2018, s. 368)

Výhodou této metody je snadná dostupnost údajů a poměrně snadný výpočet. Důležité je však zmínit i hlavní nedostatky tohoto způsobu ocenění. K těm se řadí například nesoulad mezi účetní hodnotnou majetku a jeho reálnou cenou k datu ocenění. Dále absence některých aktiv, a to zejména těch nehmotných, protože právě ty tvoří čím dál větší podíl na podnikových aktivech. Účetní hodnota také neobsahuje informaci, zda a jak efektivně je majetek podniku využíván k jeho provozu. (Dluhošová, 2010, s. 178), (Mařík, 2018, s. 368-369)

### **1.9.2.3 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen**

Zjišťovaná hodnota podniku na základě této metody je rovna ceně, za kterou by byl oceňovaný podnik znovu vybudován. Ocenění je totiž založené na myšlence, že pro to, aby byl někdo ochoten koupit podnik, nesměl by stát více, než za jakou cenu by mohl shodný podnik vybudovat sám. Hodnota podniku pro vlastníky je dána jako hodnota znovupořízení aktiv podniku, které jsou sníženy o případné opotřebení a dluhy. (Mařík, 2018, s. 369), (Sabolovič, 2008, s. 72)

Pokud by znovupořízení aktiv zahrnovala i všechna nehmotná aktiva jako patenty, know-how, odběratelsko-dodavatelské vztahy, pověst podniku a podobně, jednalo by se o tzv. úplnou substanční hodnotu. Vzhledem k tomu, že vyčíslení některých nehmotných aktiv,



jako jsou ta zmíněná, je velmi obtížné, pak se hovoří o tzv. neúplné substanční hodnotě podniku. (Mařík, 2018, s. 369)

Mařík (2018, s. 369) dále uvádí, že stejně jako u výnosových metod je důležité roztrždit majetek na provozně potřebný a nepotřebný. U provozně nepotřebného majetku nepřikládá důležitost při zjišťování reprodukční ceny, naopak doporučuje zjistit, za kolik by se majetek dal prodat, tedy likvidační hodnotu majetku.

#### **1.9.2.4 Substanční hodnota na principu úspory nákladů**

Výsledkem ocenění při hledání substanční hodnoty na principu úspory nákladů je podle Krabce (2009, s. 144) odhad částky, kterou může určitý kupující ušetřit, bude-li využívat současnou majetkovou substanci, namísto, aby ji znovu vybudoval. Za úspory se považují uspořené výdaje, ale i oddálené investiční výdaje.

Mařík (2018, s. 372) upozorňuje na odlišnost mezi substanční hodnotou na principu úspory nákladů od principu reprodukčních cen, v tomto případě se nejedná o ocenění jednotlivých položek, ale pracuje se pouze s peněžními toky spojenými s jednotlivými majetkovými položkami.

#### **1.9.2.5 Majetkové ocenění na principu tržních cen**

Tato metoda je založena na tržním ohodnocení jednotlivých položek majetku. Hodnota podniku pro jeho vlastníky by tak byla vypočtena jako součet jednotlivých oceněných položek majetku, které by byly poníženy o dluhy podniku. Metoda se hodí pro ocenění investičních a holdingových společností. To vychází především ze skutečnosti, že pokud oceňujeme jednotlivé položky majetku, předpokládá se jejich separátní prodej, a to by nebylo u provozních podniků možné, když se předpokládá jejich dlouhodobá existence. (Mařík, 2018, s. 374)

### **1.9.3 Metody založené na analýze trhu**

Odhad hodnoty podniku, který je založen na analýze trhu, je odvozen od hodnot srovnatelných subjektů. Jedná se tak o odpověď na otázku, za kolik se daný předmět prodeje v daném období běžně prodává. (Mařík, 2018, s. 343)

K hlavním výhodám tohoto přístupu patří vazba na tržní prostředí, technická jednoduchost a vyšší stupeň objektivnosti. Pro možnou aplikaci tohoto přístupu je nutné, aby existoval nejen akciový trh, ale i trh s podniky. Zde narážíme na hlavní nevýhodu metod založených na analýze trhu, a tou je absence dostatečného rozsahu transakcí na trhu

s podniky. Dále neexistují úplné informace týkající se cen za jednotlivé podniky, a ne vždy bývá zcela zřejmé, co vše bylo předmětem transakce. (Sabolovič, 2008. s. 73)

Při ocenění na základě trhu se využívají tyto typy ocenění:

- ocenění na základě tržní kapitalizace
- ocenění na základě srovnatelných podniků
- ocenění na základě srovnatelných transakcí
- ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
- ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu

#### **1.9.3.1 ocenění na základě tržní kapitalizace**

Výše tržní kapitalizace je dána násobkem aktuální ceny akcií a jejich počtem. Výše tržní kapitalizace však není ekvivalentní s tržní hodnotou podniku jako celku. Rozdíl mezi cenou akcií podniku a cenou podniku je zapříčiněn volatilitou cenou akcií, tudíž nelze považovat odhad založený pouze na okamžité ceně akcií za správný. Další příčinou je skutečnost, že při koupi většího počtu akcií, bývá cena vyšší, a to zhruba o 20 až 50 %, to se děje zejména z důvodu získání kontrolního podílu. (Janíček, 2013, s. 97)

#### **1.9.3.2 ocenění na základě srovnatelných podniků**

Mařík (2018, s. 345-346) popisuje, že hodnota podniku je stanovena jako výsledek srovnání s obdobným podnikem, který je již k určitému danu nějakým způsobem oceněn. Pro srovnání je zapotřebí si vybrat takový podnik, s jehož akciemi se obchoduje na veřejných trzích. Dále by měl být podnik srovnatelný co se týče výnosnosti, rizika a očekávaného budoucího růstu. Protože najít v praxi obdobný podnik na základě těchto kritérií je obtížné, obdobné podniky se hledají na základě níže uvedených hledisek:

- příslušnost k odvětví a obor podnikání
- vyráběné produkty
- velikost
- právní forma
- struktura financování
- základní technologie
- struktura dodavatelů a odběratelů
- výkonnost
- perspektiva

Mařík (2018, s. 346) tvrdí, že pro srovnání je vhodné vybrat 5 až 8 podniků. Jednotlivé podniky by se měly analyzovat a dospět k závěru, který podnik má nejbližší k oceňovanému podniku a jaký má k němu vztah. Vztahem k oceňovanému podniku se myslí, zda je oproti němu srovnávaný podnik podprůměrný, průměrný, či nadprůměrný a v jakých oblastech.

Kislingerová (2001, s. 248) upozorňuje na obtížnost získání informací o srovnatelných podnicích v České republice, ty mají pouze investiční a makléřské společnosti a banky. Bez dostatečných informací nelze metodu aplikovat, nebo pouze pro orientační ocenění.

Pokud je již vybrán vhodný podnik pro srovnání, zvolí se násobitel. Za násobitel se považuje podíl tržní ceny na vybrané vztahové veličině. Podle Maříka (2018, s. 347) je nejvíce využívaným násobitel poměrový ukazatel P/E, který vyjadřuje poměr mezi cenou akcie a dosahovaným ziskem.

Následně je možné pokračovat k samotnému ocenění akcie.

$$H_A = \text{Vztahová veličina} \cdot \text{násobitel vztahující se k VK} \quad (34)$$

V případě, kdy násobitel se vztahuje k celkovému kapitálu, je nutné odečíst úročený cizí kapitál na akcii.

Sabolovič (2008, s. 76) pak přímo aplikuje tento vztah na nejvíce využívaný násobitel P/E takto:

$$H_{A(\frac{P}{E})} = Z_{OP} \cdot (\frac{P}{E})_{SP} \quad (35)$$

Kde,  $H_{A(\frac{P}{E})}$  = hodnota akcie

$Z_{OP}$  = zisk na akciích propočtený pro oceňovaný podnik

$(\frac{P}{E})_{SP}$  = hodnota násobitele P/E odvozená od souboru srovnatelných podniků

### 1.9.3.3 ocenění na základě srovnatelných transakcí

Jak poznamenává Mařík (2018, s. 357), postup je podobný jako u ocenění na základě srovnatelných podniků. Obměnou je však, že zvolený násobitel je vybrán na základě skutečné ceny, která byla v nedávné době zaplacená za srovnatelný podnik. Násobitelem můžou být například tyto veličiny:

- roční zisk po dani
- EBIT

- EBITDA
- Účetní hodnota vlastního kapitálu

#### **1.9.3.4 ocenění na základě odvětvových multiplikátorů**

Jak již bylo zmíněno, získat informace o srovnatelných podnicích není snadné. Proto se podle Maříka (2018, s. 359) pro stanovení hodnoty podniku na základě tržní analýzy začaly využívat také průměrné hodnoty násobitelů za různá odvětví. Tyto násobitelé často berou v potaz další specifika:

- **množstevní násobitelé**  
Častým jevem je využití tzv. množstevních násobitelů. Jako příklad můžeme uvést ocenění hotelu, kdy cenu určuje násobek počtu pokojů.
- **okruh zákazníků a dobrá pověst**

V případě, kdy se oceňují služby, pak vztah mezi velikostí majetku a hodnotou podniku není významný. Násobitelé se vztahují pouze ke goodwillu.

Mařík (2018, s. 360) přikládá důležitost zohlednit i další faktory jako jsou regionální rozdíly, počet a struktura zákazníků nebo aktuální poptávka po podnicích s konkrétním zaměřením.

#### **1.9.3.5 ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu**

Podle Saboloviče (2008, s. 77) se ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu provádí za pomoci stejných postupů, jako u ocenění na základě srovnatelných podniku. Za hlavní rozdíl se považuje pouze rovina dostupných dat.

## **2 Představení společnosti**

Oceňovaná společnost VISCUMA PLASTIC, a.s. byla založena dne 4. listopadu 2011, a to Janem Kylarem a Josefem Zajíčkem. Společnost je umístěna v pardubickém kraji v malé obci Strážná, která se nalézá na pomezí Orlických hor a zábřežské vrchoviny.

Společnost se zabývá vstřikováním plastových hmot především pro automobilový průmysl, čímž se podílí na výrobě aut značek jako jsou Mercedes, Audi, Volkswagen nebo Škoda. Společnost dále vyrábí pro elektrotechnický a od roku 2013 i pro zdravotní průmysl. Touto činností tak společnost ve Strážné pokračuje v tradici přesného vstřikování plastových dílů v bývalém výrobním areálu společnosti Twist, spol. s r.o. Dle

klasifikace ekonomických činností CZ-NACE se řadí do skupiny 22.2 výroba plastových výrobků.

Základní kapitál společnosti je k 31. 12. 2019 ve výši 2,5 mil. Kč, přičemž je tvořen 100 kusy akcií na jméno v listinné podobě a ve jmenovité hodnotě 25 000 Kč. Většinovým vlastníkem je zakladatel společnosti Jan Kylar, který vlastní 69 kusů akcií. Druhý ze zakladatelů, Josef Zajíček, vlastní 23 kusů akcií. Zbylých 8 kusů akcií vlastní ostatní akcionáři společnosti.

Společnost VISCUMA PLASTIC, a.s. je sesterskou společností firem Viscuma s.r.o. a BENET AUTOMOTIVE s.r.o. Zejména ze vztahu s Viscumou s.r.o. pro společnost vyplývá několik výhod a nevýhod. Za hlavní výhody lze považovat možnou výpomoc ve finanční a technologické oblasti nebo lepší vyjednávací pozici na trhu u určitých odběratelů. Hlavní nevýhodou je stejný obor podnikání, který při recesi může vést k významnému oslabení těchto propojených podniků.

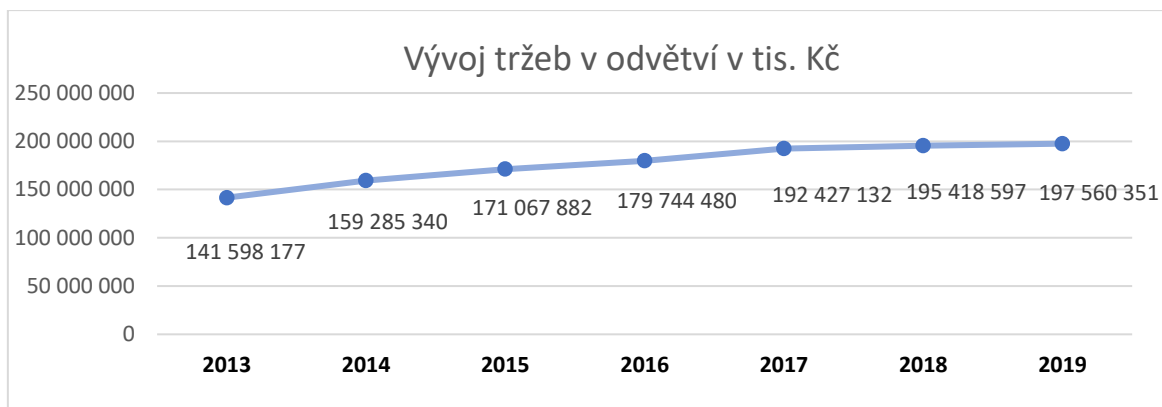
Oceňovaná společnost při založení působila s 8 zaměstnanci, v roce pak 2019 společnost průměrně zaměstnávala 128 kmenových zaměstnanců. Společnost VISCUMA PLASTIC, a.s. je k 31. 12. 2019 klasifikována jako střední účetní jednotka. (Výroční zpráva společnosti VISCUMA PLASTIC a.s., 2019)

### **3 Strategická a finanční analýza**

Strategická analýza zahrnuje analýzu vnějšího potencionálu a analýzu konkurence a vnitřního potencionálu podniku. Pro zhodnocení finančního zdraví podniku je zpracována rovněž finanční analýza. V návaznosti na tyto zmíněné analýzy je zpracována prognóza tržeb oceňovaného podniku.

#### **3.1 Analýza vnějšího potencionálu**

Graf číslo 1 níže zobrazuje vývoj tržeb v plastikářském odvětví v letech 2013 až 2019 v tisících korun. Z grafu je patrné, že tržby ve všech analyzovaných letech rostou. Můžeme tedy říci, že společnost VISCUMA PLASTIC a.s. působí na prosperujícím trhu, přičemž tato situace je příznivá pro další možný rozvoj a růst oceňované společnosti.



Graf 1 – Vývoj tržeb v plastikářském odvětví

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ministerstva průmyslu a obchodu

### 3.1.1 PEST analýza

Pro analýzu vnějšího prostředí je použita analýza PEST v rámci které jsou popsány politicko-právní, ekonomické, sociální a technologické faktory, jež působí na oceňovanou společnost VISCUMA PLASTIC a.s., a odhalují příležitosti a hrozby této oceňované společnosti.

#### Politicko-právní faktory

Společnost VISCUMA PLASTIC a.s. se musí řídit různými zákony, vyhláškami, nařízeními a dalšími legislativními opatřeními České republiky. Vzhledem k tomu, že Česká republika je součástí evropské unie a schengenského prostoru, je pro české podnikatelské prostředí také závazné dodržování právních aktů Evropské unie jako jsou například nařízení nebo směrnice. Pro podnik ze členství plynou různé výhody, například volný pohyb zboží, který snižuje náklady na export nebo volný pohyb osob, díky kterému je možné snáze pokrýt nedostatek pracovní síly pracovníky z východoevropských zemí.

Některá evropská nařízení mají však i negativní dopad na oceňovaný podnik. A to například nařízení komise (EU) 2017/1347 ze dne 13. července 2017 nebo nařízení evropského parlamentu a rady (EU) 2019/631 ze dne 19. dubna 2019. Obě nařízení se týkají emisních norem u nových vozidel. Právě automobilový průmysl je pro oceňovanou společnost významný odběratel a zmíněná nařízení mají vliv na výši poptávky po plastových výrobcích.

Společnosti působící v plastikářském průmyslu musí monitorovat i další legislativní změny, které se často týkají zejména omezování různých chemických látek a životního prostředí.

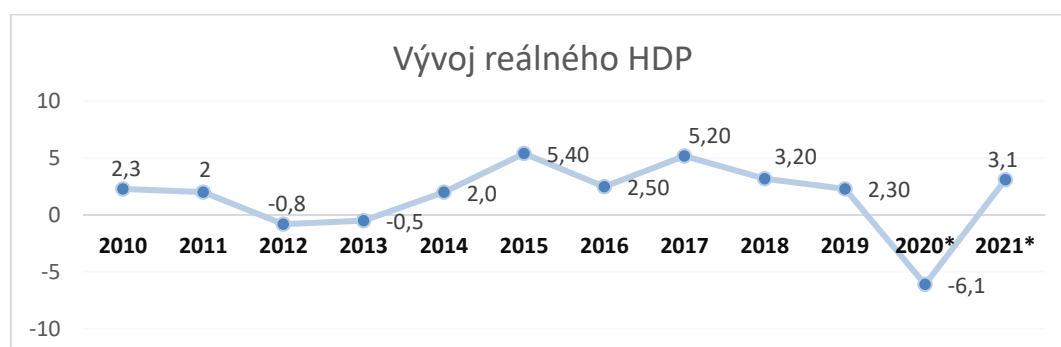
Z pohledu daňové zátěže je pro společnost VISCUMA PLASTIC a.s. důležitá především daň z příjmů právnických osob, daň z přidané hodnoty. Společnost dále platí daň z nemovitostí. Daň z příjmů právnických osob je od roku 2010 neměnná ve výši 19 %. Daň z přidané hodnoty je od roku 2013 v základní sazbě 21 % a ve snížené sazbě na úrovni 15 %. Základní sazba daně z nemovitostí pro podnik působící v průmyslu je 10 Kč za m<sup>2</sup> zastavěné plochy nebo upravené podlahové plochy.

### **Ekonomické faktory**

V následujícím grafu je zaznamenán vývoj reálného hrubého domácího produktu v letech 2010 až 2019, který je doplněn o predikci ministerstva financí české republiky na další dva roky.

Z vývoje reálného hrubého domácího produktu je zřejmé, že od roku 2014 výkonnost neustále roste, lze tedy říci, že v rámci hospodářského cyklu se nyní nacházíme v expanzi. Reálný hrubý domácí produkt vzrostl v roce 2019 meziročně o 2,5 %, přičemž vliv na výši HDP měla zvýšená spotřeba domácností vyvolána růstem platů, mezd a sociálních dávek, ale i snížení míry úspor. Spotřeba vládních institucí rovněž vzrostla, což bylo výsledkem nárůstu zaměstnanosti.

Prognózovaný silný propad HDP v roce 2020 je důsledkem pandemie koronaviru a souvisejícími opatřeními proti šíření této nemoci jako je například pozastavení některých ekonomických aktivit. V roce 2021 by se ekonomická aktivita měla oživit, prognózu však v současné situaci musíme považovat za velmi nejistou, jelikož bude záležet na dalším vývoji zmiňované pandemie. (Ministerstvo financí, 2021)

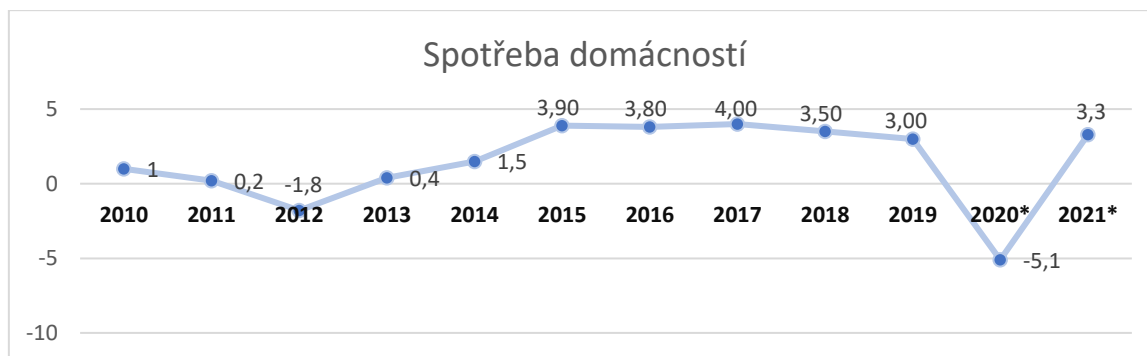


Graf 2 – Vývoj reálného hrubého domácího produktu a jeho predikce

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ministerstva financí ČR, 2021

Jak již bylo zmíněno, spotřeba domácností je vyvolána zejména růstem objemu mezd, platů, sociálních dávek a mírou úspor.

V roce 2021 je očekáván silný propad tohoto ukazatele, který bude ovlivněn jednak snížením reálného objemu mezd a platů, ale zejména právě zvýšenou mírou úspor, a to z důvodu nejistoty ohledně dalšího vývoje pandemie.



Graf 3 – Vývoj spotřeby domácností

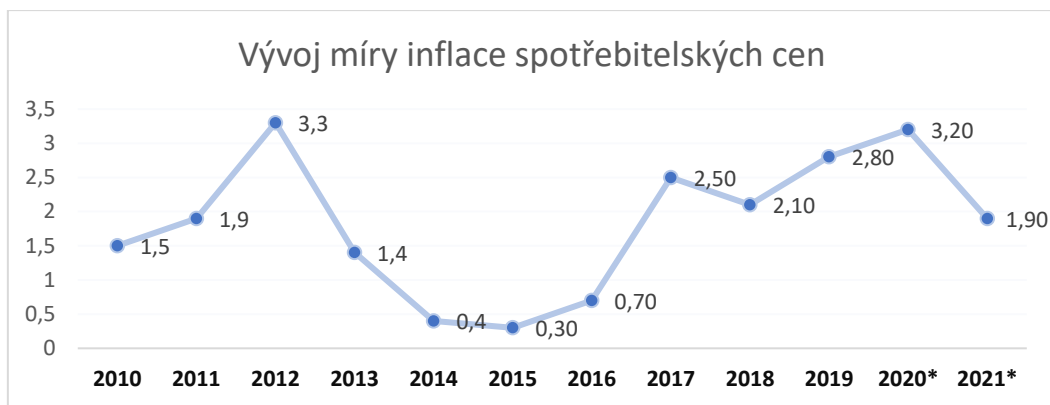
Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ministerstva financí ČR, 2021

Dalším důležitým makroekonomickým ukazatel je inflace. Vývoj průměrné míry inflace a její predikci zaznamenává graf číslo 3. Od roku 2010 si česká národní banka klade za cíl dosáhnout inflace na úrovni 2 % s tolerančním pásmem + / - 1procentní bod.

V letech 2015 a 2016 se inflace držela na velice nízké úrovni a pod spodní hranici tolerančního pásma (0,3 % a 0,7 %). Na této odchylce se podílel pokles cen potravin, pohonných hmot a regulovaných cen. Proto, aby bylo možné odvrátit hrozící deflaci, se ČNB rozhodla prodloužit režim devizových intervencí, která započala koncem roku 2013 a držela tak kurz vůči euru roven nebo slabší než 27 Kč za euro. Využití poklesu nominálních úrokových sazeb, jako standardní nástroj pro ovlivňování inflace, nebyl možný, jelikož 2T repo sazba již dosahovala technické nuly. V letech 2017 až 2019 se hodnoty již drží v tolerančním pásmu cílové inflace.

Pro podnik je důležité inflaci sledovat zejména kvůli kalkulaci cen za své výrobky a poskytované služby. V případě, že společnost do ocenění výrobků nezahrne faktor inflace, bude se potýkat s poklesem zisku. (ČNB, 2015 a 2021)





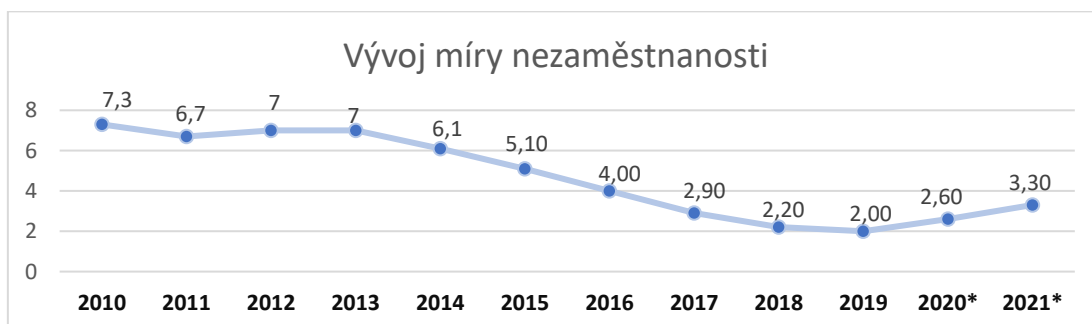
Graf 4 – Vývoj míry inflace spotřebitelských cen v % a její predikce

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ministerstva financí ČR, 2021

U vývoje míry nezaměstnanosti lze zaznamenat klesající trend. Míra nezaměstnanosti je k 31.12. 2019 na úrovni 2 %. V rámci Evropské unie tak česká republika dosahuje nejnižší míry, přičemž průměrná míra nezaměstnanosti v rámci celé Evropské unii je ke konci roku 2019 na úrovni 6,2 %. Průměr eurozóny je pak dokonce 7,4 %. Vývoj tohoto ukazatele vyobrazuje graf 3.

Evropská unie pak považuje za stálý problém míru nezaměstnanosti mladé části populace do 25 let, kdy její výše je asi dvojnásobně vyšší oproti populaci v produktivním věku. I zde si nejnižší míru nezaměstnanosti u této části populace udržuje Česká republika na 4,3 %. Pro srovnání, v Řecku je míra nezaměstnaných mladých 35,6 % a ve Španělsku 30 %.

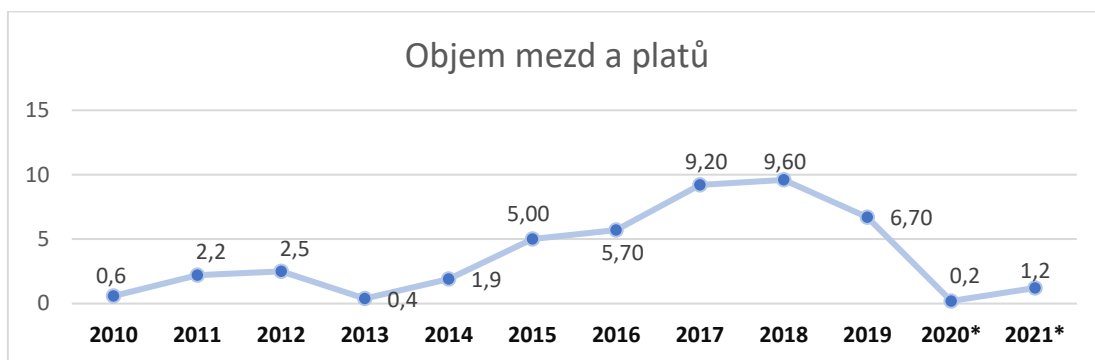
Je nutné si uvědomit, že vysoká zaměstnanost není úplně žádoucím jevem pro společnost, ty se tak totiž potýkají s nedostatkem kvalifikovaných pracovních sil a mohou jim tak bránit v dalším růstu. (Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2020)



Graf 5 – Vývoj míry nezaměstnanosti v % a její predikce

Zdroj: predikce vlastní zpracování na základě údajů z ministerstva financí ČR, 2021

Vzhledem k tomu, že míra nezaměstnanosti se drží na velmi nízké úrovni, výše minimální i zaručené mzdy se v průběhu let zvyšuje a na trhu je stále vysoký počet volných pracovních míst, tak zaměstnavatelé v průměru platí svým zaměstnancům za odvedenou práci každoročně více. Tato skutečnost se odráží také v ukazateli objemu mezd a platů v grafu číslo 5. Výrazné zpomalení růstu mezd v prognózovaných letech opět souvisí s propuknou pandemií.



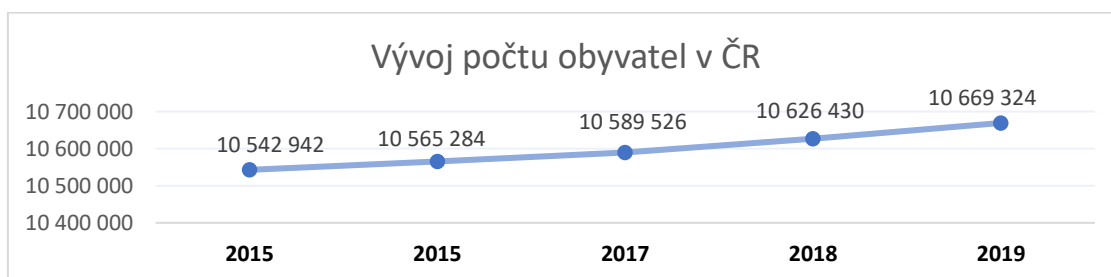
Graf 6 – Vývoj průměrné mzdy v ČR

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČSÚ

### Sociální faktory

Pokud se zaměříme na demografický vývoj v České republice, zjistíme, že počet obyvatel má již několik let rostoucí trend. Přesný vývoj populace zaznamenává graf 5. Na počtu obyvatel se významnou měrou podílí kladné saldo zahraniční migrace. Například v roce 2019, kdy se počet obyvatel meziročně zvýšil o více než 44 tis., Česká republika registrovala přirozený úbytek obyvatelstva.

Je důležité také zmínit, že obyvatelstvo stárne. Konkrétně v Pardubické kraji, kde oceňovaná společnost sídlí, mají osoby nad 65 let nejvyšší zastoupení a tvoří asi jednu pětinu obyvatel tohoto kraje. Naopak počet obyvatel v produktivním věku klesá od roku 2009 a to v absolutní i relativní výši.



Graf 7 – Vývoj počtu obyvatel v ČR

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČSÚ

## **Technologické faktory**

Technologie, které výrobní podnik využívá výrazně ovlivňují jeho úspěšnost na trhu. Je nutné, aby společnost sledovala a zvažovala investice na nové strojní zařízení a tím si udržela svou konkurenceschopnost. Oceňovaná společnost disponuje moderním strojovým parkem a využívá primárně vstřikovací lisy renomovaných značek Arburg a Engel a montážní linky, přičemž ceny těchto zařízení se běžně pohybují v řádech milionů korun.

Společnost v současné době využívá technologie 1K vstřikování. Na trhu již existuje i novější technologie 2K, díky které je možné vyrobit dvoubarevný výlisek, jež kombinuje různé plastové materiály. Zavedení novější vícekomponentní technologie by vedla ke zvýšení konkurenceschopnosti, ale nesla by s sebou také značně vysoké pořizovací náklady.

Další příležitostí v oblasti technologie je pro společnost zvýšit míru využití regranulátů, které se získají recyklací plastů. Dle webu vazeme.cz využití regranulátů nemá vliv na životnost hotových výrobků a s jejich využitím lze snížit náklady ve výrobě. Využití regranulátů by také mělo pozitivní dopad na ekologii.

### **3.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku**

Graf 7 zachycuje vývoj tržního podílu za vlastní výrobky oceňované společnosti VISCUMA PLASTIC a.s. v letech 2013 až 2019. Tržní podíl se pohybuje v rozmezí od 0,060 do 0,247 %. V plastikářském odvětví působí mnoho firem, proto ani ukazatele tržního podílu nedosahují vysokých hodnot.

Téměř ve všech letech, kromě roku 2018 se společnosti podařilo meziročně zvýšit svůj tržní podíl. Výrazný nárůst pak lze zaznamenat v roce 2017. Je nutné podotknout, že na nárůst tržeb měl vliv přímý odkup a prodej části výrobku, který byl dříve do společnosti dodáván zdarma.



Graf 8 – Vývoj tržního podílu

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ministerstva průmyslu a obchodu a společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

Pro přiblížení konkurence a vnitřního potencionálu podniku je zpracován Porterův model pěti sil a McKinseyho model 7S.

### 3.2.1 Porterův model pěti sil

Porterův model analyzuje konkurenční prostředí oceňované společnosti. K analyzovaným oblastem patří vyjednávací síla odběratelů a dodavatelů, riziko vstupu potencionálních konkurentů, hrozbu substitutů a stávající konkurence

#### Vyjednávací síla odběratelů

Společnost VISCUMA PLASTIC a.s., prodává své výrobky dalším podnikatelským subjektům. Nejvýznamnější je pro podnik automobilový průmysl, ale dodává také do průmyslu elektrotechnického a zdravotnického. Společnost má se svými odběrateli bezproblémové vztahy a dodávky od oceňované společnosti mají odběrateli kladné hodnocení.

K významným odběratelům oceňované společnosti patří z automobilového průmyslu HELLA AUTOTECHNIK NOVA s.r.o., Galvanoplast Fischer Bohemia s.r.o. nebo ŠKODA AUTO a.s. V elektrotechnickém průmyslu se pak jedná o společnost AVX Czech Republic s.r.o. a ve zdravotnické průmyslu dodává například společnosti BTL, zdravotnická technika a.s.

Zhruba polovina zakázek oceňované společnosti míří do nedalekého výrobního závodu HELLA Mohelnice, který se specializuje na výrobu světelné techniky, a to, jak již bylo poznamenáno pro automobilový průmysl. Vzhledem k tomu, že zmiňovaný odběratel si je vědom postavení vůči oceňovanému podniku, je na něj vyvíjen tlak ohledně snižování cen a dalších obchodních podmínek jako je doba splatnosti faktur. Zmíněný odběratel je pro podnik klíčový, jeho ztráta by měla významný dopad na dosahovanou úroveň tržeb.

Za výhodu lze určitě považovat, že společnost do závodu Hella dodává tzv. standardní typizované díly, které se využívají u všech druhů světel a v současnosti jsou jedinými výrobci těchto dílů.

Strana odběratelů je vysoce zaměřena na kvalitu odebíraných výrobků, proto požaduje dosažení certifikátu jako je například IATF 1649, který rovněž doplnily o další specifické požadavky. Získaný certifikát pro společnost nese i nové příležitosti v podobě možnosti dodávat výrobky do všech automobilek ve světě.

Celkově můžeme zhodnotit vyjednávací sílu odběratelů za vysokou. Tuto skutečnost rovněž potvrzuje doba obratu pohledávek, která je v roce 2019 rovna 43,5 dne a výrazně převyšuje dobu obratu závazků téměř o 19 dní.

### **Vyjednávací síla dodavatelů**

Nejdůležitější jsou pro oceňovaný podnik dodavatelé materiálu z oblasti granulátů plastů. Jelikož na trhu existuje celá řada dodavatelů tohoto typu materiálu, společnost se nezavazuje k dlouhodobému odběru tohoto materiálu jednomu dodavateli a sleduje, který z dodavatelů společnosti poskytne nejlepší obchodní podmínky. Tato skutečnost svědčí o dobré vyjednávací síle oceňované společnosti vůči dodavatelům.

Někteří dodavatelé jsou však v zcela rozdílném postavení. Jak již bylo podotknuto, vyjednávací síla odběratelů je opravdu vysoká, a dokonce pro určité typy výrobků ovlivňují samotný výběr dodavatele oceňované společnosti. A to zejména kvůli požadavkům na kvalitu. Tito dodavatelé mají jednoznačně vyšší vyjednávací sílu oproti ostatním dodavatelům společnosti.

Za další významné dodavatele lze považovat dodavatele strojního zařízení. Společnost používá vstřikovací lisы renomovaných evropských značek Arburg a Engel. Jejich vyjednávací pozice se snížila se vstupem výrobců z jihovýchodní ásie, kteří konkurují především cenovou nabídkou.

Oceňovaná společnost neodebírá obalový materiál, ten je poskytován a vlastněn odběrateli.

### **Riziko vstupu potencionálních konkurentů**

Aby na trh mohl vstoupit nový hráč, potřeboval by disponovat dostatečně velkým množstvím kapitálu. Nákladné je především pořízení nového strojového parku. Ceny

vstřikovacích lisů se pohybují v milionech korun. Podnik musí disponovat také výrobní halou, skladovacími prostory a zázemím pro administrativní pracovníky.

Vstřikovací lisy se hodí zejména pro velkosériovou výrobu. Proto podniky, které v současnosti působí v plastikářském odvětví dosahují úspor z rozsahu. Z tohoto plyne pro potenciální konkurenty riziko, že nebudou mít ze začátku dostatečně dobrou pozici na trhu a stávajícím podnikům nebudou moci konkurovat.

Poslední bariérou vstupu je skutečnost, že podniky mají své výrobní zakázky nasmlouvané na několik let dopředu, a tak je pro nové podniky složitější v prvních letech působení zakázku získat.

### **Hrozba substitutů**

Plastové komponenty se na autech využívají ve vyšší míře než dříve a vystřídaly především díly hliníkové. Hrozba nahrazení plastových komponentů jiným materiálem v automobilovém průmyslu je nízká. Komponenty jsou vyráběné dle specifických požadavků odběratelů, a formy ze kterých jsou komponenty vyráběny bývají v jejich vlastnictví.

Další hrozba substitutů vyplývá z možnosti využití jiných způsobů přepravy, než automobilovou dopravou, jako je například vlaková přeprava nebo využívání městské hromadné dopravy - tramvaje a metra. V takovém případě by klesla výroba automobilů, a i poptávka po plastových výrobcích. Automobilová doprava s sebou nese značné množství výhod, a proto vyhodnocuji tuto hrozbu substitutů jako nízkou.

### **Konkurenční prostředí**

Společnosti působící v plastikářském průmyslu čelí vysoké konkurenci. Vzhledem k tomu, že výrobky pro automobilový průmysl jsou vyráběny dle požadavků odběratelů, nelze hovořit o jejich možné diferenciaci.

Z důvodu vysoké konkurence oceňovaná společnost musí dbát na dobrou péči o své stávající odběratele, se kterými zpravidla navazuje dlouhodobé vztahy. Je zapotřebí si udržovat dobrou kvalitu svých výrobků, zvládat konkurovat ostatním společnostem v odvětví z pohledu cen a rozvíjet podnik v technických a technologických oblastech. Společnost musí neustále svoji konkurenci sledovat a rovněž být připravená na ni reagovat.

K hlavním konkurentům, které se nacházejí nedaleko sídla společnosti se řadí Renostav s.r.o. a FOREZ s.r.o. Obě zmíněné společnosti mají dlouholetou tradici a dodávají převážně rovněž do automobilového průmyslu. Za konkurenta lze považovat také sesterskou společnost Viscumu s.r.o.

### **3.2.2 McKinseyho model 7S**

Pro zhodnocení interních faktorů determinujících úspěch společnosti je využit McKinseyho model 7S, který zahrnuje tzv tvrdé faktory: strategie, struktura, systémy a měkké faktory: styl práce a vedení, spolupracovníci, schopnosti a sdílené hodnoty.

#### **Strategie**

Základní strategií společnosti je udržení především stávajících odběratelů, se kterými navazují dlouhodobé vztahy a získání zákazníků nových. Proto i vize společnosti zní „*Pro spokojenost našich zákazníků děláme maximum*“. K naplnění vize napomáhají špičkové technologie, řízení jakosti a důraz na kvalitu pracovního a firemního zázemí.

#### **Struktura**

Co se týče organizační struktury, v podniku je uplatňována liniová struktura. V čele společnosti je výkonný ředitel Ing. Michal Sedláček. Společnost je poté tvořena ekonomickým a výrobním úsekem. Ekonomický úsek zahrnuje osobu obchodního ředitele a administrativu. V rámci výrobního úseku působí vedoucí výroby, mistři výroby, zásobování a odbytu.

#### **Systémy**

Společnost využívá stejný ERP systém jako její sesterská společnost Viscuma s.r.o., který pokrývá modul účetnictví i modul k plánování a řízení výroby. Samozřejmě, ne každý zaměstnanec má ke všem částem ERP systému přístup. Ke komunikaci pak zaměstnanci využívají především emaily, telefony anebo komunikují prostřednictvím aplikace Teams.

#### **Styl práce a vedení**

V podniku je uplatňován spíše autokratický styl řízení, přestože kterýkoliv ze zaměstnanců může přispět svými návrhy, nápady a připomínkami bez rozdílu jeho funkce či postavení ve společnosti, konečné rozhodnutí připadá výkonnému řediteli. Ředitel má absolutní kontrolu ohledně dění v podniku.

## **Spolupracovníci**

Společnost si za cíl personální politiky klade spokojenost zaměstnanců s možností jejich osobního rozvoje a vzdělávání. Pro zaměstnance je důležitá dostatečná motivace. Zde je uplatňován individuální přístup, kdy zaměstnanci jsou do určité míry tvůrci svého hodnocení. Někteří zaměstnanci však tento přístup mohou pokládat za ne zcela jasný. Dle mého názoru jsou zaměstnanci dobře finančně ohodnoceni.

## **Schopnosti**

Na začátku pracovního poměru každý ze zaměstnanců projde školením bezpečnosti práce a jsou řádně zaškoleni pro výkon své pracovní pozice. Další vzdělávání zaměstnanců pak probíhá formou školení, které probíhají jak interně, tak externě. Externí školení plánují vedoucí jednotlivých oddělení na rok dopředu.

Společnost má problém v určitých výrobních úsecích se získáním dostatečně kvalifikovaných pracovníků a se zajištěním zastupitelnosti.

Zajištění dostatečného množství kvalifikovaných pracovníků souvisí s nízkou mírou nezaměstnanosti. Jedním z faktorů, které hrají roli při výběru zaměstnání je dopravní dostupnost do práce. Společnost se nachází v malé vesničce o pouhých sto obyvatelích. Z toho důvodu se společnost rozhodla zřídit autobusové svozy a rozvozy, čímž se snaží zvýšit svoji atraktivitu pro stávající i potencionální zaměstnance.

## **Sdílené hodnoty**

Společnost se zavazuje dodržovat etický a morální kodex, který přibližuje například oblasti jako bezpečnost práce, vztahy k obchodním partnerům a zákazníkům nebo zákaz diskriminace.

Pro udržení dobrých vztahů mezi zaměstnanci společnost pravidelně pořádá firemní akce, kdy je možné se lépe poznat s kolegy v jiném než pracovním prostředí a ve více neformální situaci.

## **3.3 Finanční analýza**

Pro zhodnocení finančního zdraví podniku bude provedena finanční analýza oceňovaného podniku v letech 2015 až 2019. Součástí finanční analýzy je analýza absolutních, rozdílových a poměrových ukazatelů. Poslední část finanční analýzy je zaměřená na souhrnné indexy hodnocení.



### **3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů**

Při analýze absolutních ukazatelů bude provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztrát.

#### **Analýza majetkové struktury**

Jak vyplývá z horizontální analýzy, celková hodnota aktiv se každoročně zvyšovala. V roce 2019 dosahují aktiva výše 215,5 mil. Kč. Nejvyšší nárůst aktiva zaznamenala v roce 2016, kdy se zvýšila o téměř 160 %. Co se týče skladby aktiv, v posledních 4 letech jsou aktiva z větší části tvořena oběžnými aktivy (53 až 59 %), dlouhodobý majetek kolísá kolem 40 % a časové rozlišení se podílí na aktivech 1 až 3 %.

Na zmiňovaném nárůstu aktiv v roce 2016 se z velké míry podílel dlouhodobý hmotný majetek, který meziročně zvýšil o více než 74 mil. Kč. Tento nárůst dlouhodobého hmotného majetku je dán investicemi společnosti do nemovitostí. V roce 2016 společnost koupila výrobní areál ve kterém sídlí, ten ji dříve byl pouze pronajímán. Další velkou investicí tohoto roku bylo vybudování dvoupodlažního skladového objektu, který se rozkládá na 5000 m<sup>2</sup>.

V roce 2017 se hodnota dlouhodobého hmotného majetku zvedla o dalších 3,47 %. Společnost za 2,3 mil. Kč vybudovala parkoviště pro zaměstnance a opravila nájezdové plochy k rampám. Dále pořídila ledovací zařízení za 700 tis. Kč a technicky zhodnotila skladovací objekt, který vybudovala předešlý rok o 1 mil. Kč.

Investiční aktivity pokračovaly i v následujících letech, avšak již ne v takovém rozsahu, a tak se hodnota dlouhodobého majetku mírně snížila. V roce 2018 a 2019 společnost investovala do technického zhodnocení výrobní haly a skladového objektu, ale také do nových strojů a zařízení. Majetek je odepsaný pouze ze 13,3 %, takže lze konstatovat, že společnost vynakládá do majetku dostatečné množství investic.

Pokud se zaměříme na oběžná aktiva a jejich vývoj, zjistíme, že mají rostoucí trend. V roce 2019 je výše oběžných aktiv 127,27 mil. Kč. Nejvíce se na nich podílí zásoby a krátkodobé pohledávky. Peněžní prostředky tvoří malou část oběžného majetku. Dlouhodobé pohledávky ani krátkodobý finanční majetek společnost nevlastní.

Tabulka 1 - Vertikální analýza aktiv

Rok	2015	2016	2017	2018	2019
Aktiva celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Dlouhodobý majetek	13,61%	43,77%	42,89%	42,47%	39,70%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,19%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobý hmotný majetek	13,42%	43,73%	42,89%	42,47%	39,70%
Dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Oběžná aktiva	78,08%	53,42%	54,75%	56,43%	59,04%
Zásoby	26,37%	22,55%	18,95%	20,10%	30,04%
Dlouhodobé pohledávky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé pohledávky	39,52%	28,88%	35,74%	33,87%	28,87%
Krátkodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Peněžní prostředky	12,18%	1,99%	0,06%	2,46%	0,12%
Časové rozlišení	8,31%	2,82%	2,36%	1,10%	1,26%

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

Tabulka 2 – Horizontální analýza aktiv

Období	2016-2015	2017-2016	2018-2017	2019-2018
Aktiva celkem	159,97%	5,51%	0,53%	5,57%
Dlouhodobý majetek	736,02%	3,40%	-0,46%	-1,31%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-51,43%	-88,24%	-100,00%	0,00%
Dlouhodobý hmotný majetek	747,11%	3,47%	-0,45%	-1,31%
Dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Oběžná aktiva	77,85%	8,14%	3,61%	10,45%
Zásoby	122,28%	-11,33%	6,61%	57,78%
Dlouhodobé pohledávky	0,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Krátkodobé pohledávky	89,94%	30,58%	-4,72%	-10,02%
Krátkodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Peněžní prostředky	-57,54%	-96,79%	3980,49%	-94,66%
Časové rozlišení	-11,93%	-11,64%	-53,25%	21,08%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

### **Analýza finanční struktury**

Při analýze finanční struktury zjistíme, že od roku 2016 společnost k financování svých aktiv využívá spíše cizí zdroje oproti vlastnímu kapitálu. V posledním analyzovaném roce je majetek financován 112,3 miliony korun cizími zdroji, kterými se podílí 52,1 % na celkových pasívech.

Cizí zdroje tvoří převážně závazky k úvěrovým institucím a závazky z obchodních vztahů. Společnost zvýšila své zadlužení v roce 2016 oproti předešlému roku o 432,81 %.

Toto zadlužení je spjato s investicemi do nemovitostí, které byly popsány v majetkové struktuře. Investice byly financovány 60 miliony bankovním úvěrem a 12 miliony z vlastních zdrojů. Závazky k úvěrovým institucím se zvedly i rok následující, a to kvůli potřebě zajištění provozního CF. Jak znázorňuje horizontální analýza, poslední dva analyzované roky se již výše závazků k bankovním institucím, ale i celková výše cizích zdrojů meziročně snižuje.

Co se týče vlastního kapitálu, v roce 2019 se podílí 44,55 % na pasivech společnosti a dosahuje bilanční hodnoty přes 96 mil. Kč. Jak lze vyčíst z horizontální analýzy, hodnota vlastního kapitálu se ve všech analyzovaných letech zvyšuje. To je výsledkem každoročního reinvestování podstatné části výsledku běžného období, o čem svědčí i narůstající výsledek hospodaření minulých let. Základní kapitál je po celou analyzovanou dobu v konstantní výši 2,5 mil. Kč.

Tabulka 3 – Vertikální analýza pasiv

Rok	2015	2016	2017	2018	2019
Pasiva celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	67,03%	32,60%	34,54%	37,84%	44,55%
Základní kapitál	3,38%	1,30%	1,23%	1,22%	1,16%
Ážio a kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Fondy ze zisku	0,03%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
VH min. let	28,31%	22,40%	28,91%	32,55%	34,13%
VH b.o.	35,32%	8,89%	4,38%	4,06%	9,26%
Cizí zdroje	32,86%	67,35%	65,46%	62,16%	52,10%
Rezervy	4,01%	0,00%	0,00%	0,00%	1,41%
Dlouhodobé závazky	4,56%	25,84%	19,85%	15,46%	10,63%
*z toho závazky k úvěrovým institucím	3,71%	25,23%	18,90%	14,19%	9,26%
Krátkodobé závazky	24,09%	41,51%	45,61%	46,70%	40,06%
*z toho závazky k úvěrovým institucím	6,99%	12,05%	23,73%	22,24%	19,03%
Časové rozlišení	0,11%	0,05%	0,00%	0,00%	3,35%

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

Tabulka 4 – Horizontální analýza pasív

Období	2016-2015	2017-2016	2018-2017	2019-2018
Pasiva celkem	159,97%	5,51%	0,53%	5,57%
Vlastní kapitál	26,42%	11,80%	10,13%	24,30%
Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ážio a kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Fondy ze zisku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VH minulých let	105,68%	36,21%	13,16%	10,69%
VH běžného období	-34,57%	-47,95%	-6,99%	140,87%
Cizí zdroje	432,81%	2,55%	-4,54%	-11,52%
Rezervy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobé závazky	1373,37%	-18,93%	-21,72%	-27,41%
*z toho závazky k úvěrovým institucím	1669,01%	-20,99%	-24,52%	-31,13%
Krátkodobé závazky	347,97%	15,92%	2,94%	-9,44%
*z toho závazky k úvěrovým institucím	348,09%	107,79%	-5,77%	-9,68%
Časové rozlišení	31,25%	-100,00%	0,00%	100,00%

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

#### **Analýza výkazu zisku a ztrát**

Jak poukazuje vertikální analýza, na celkových výnosech se největší měrou (84-97 %) podílí tržby z prodeje výrobků a služeb, na nákladech pak výkonová spotřeba, a to 73-84 %. Další položka, která se významější měrou podílí na celkových nákladech jsou osobní náklady. Ty se v analyzované období pohybují v rozmezí 11-19 %. Vysoký podíl zmíněných položek je naprosto typický pro výrobní podnik.

Pokud se podíváme na vývoj výše výnosů a nákladů je důležité okomentovat vysoký nárůst těchto položek v roce 2017 o více než 100 %. Ten je zapříčiněn především zvýšením tržeb z prodeje výrobků a služeb a výkonové spotřeby, který vznikl jako důsledek přímého nákupu a následného prodeje záložků v montážních skupinách. Tato část výrobku byla dříve do společnosti dodávána bezplatně. Za předpokladu, kdyby tyto díly byly dodávány do společnosti bezplatně i nadále, výnosy a náklady společnosti by dosahovaly velmi podobných výsledků jako rok předešlý.

V roce 2017 lze zaznamenat rovněž vysoký nárůst za prodej zboží. Nárůst je dán situací, kdy společnost nemohla některé zakázky splnit z časových důvodů, ty pak byly plněny jinými subjekty. Lze tedy říci, že společnost má omezenou výrobní kapacitu.

Výnosy společnosti a s tím spojené náklady v roce 2018 klesly o téměř 9 %. Snížení tržeb je způsobeno vazbou na automobilový průmysl a poklesem prodeje aut. Zmíněný pokles byl zaznamenán zejména na konci roku a je zapříčiněn především novým celosvětovým nařízením (WLTP) týkající se emisí. Přesto si však společnost dokázala udržet výši obrátu přesahující 500 mil. Kč.

V roce 2019 se tržby společnosti meziročně zvýšily o 2 % a dosahovaly hodnoty přes 512 mil. Kč. Přičemž celkové náklady společnosti se povedlo nepatrně snížit o 0,3 %. Na snížení měl největší vliv pokles zaměstnanců – osobních nákladů.

Vzhledem k tomu, že náklady v letech 2015 až 2017 rostly rychleji než výnosy, provozní výsledek hospodaření se meziročně snižoval. Změna trendu nastala v roce 2018, kdy se provozní výsledek hospodaření zvýšil o 3,43 % oproti předešlému roku, v roce 2019 pak výsledek hospodaření opět vzrostl, a to dokonce o 82 %.

Tabulka 5 – Vertikální analýza VZaZ

Rok	2015	2016	2017	2018	2019
Výnosy celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tržby z prodeje výrobků a služeb	95,05%	97,22%	85,44%	84,67%	90,33%
Tržby za prodej zboží	2,52%	0,44%	9,45%	9,44%	6,11%
Ostatní provozní výnosy	2,06%	2,26%	4,06%	5,13%	2,43%
Ostatní finanční výnosy	0,37%	0,08%	1,05%	0,74%	1,06%
Náklady celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Výkonová spotřeba	76,73%	75,48%	83,27%	79,54%	83,87%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1,20%	-0,38%	-0,78%	-0,09%	-1,51%
Aktivace (-)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,02%
Osobní náklady	17,37%	18,85%	10,86%	12,82%	11,68%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	0,45%	1,17%	0,78%	0,96%	1,25%
Ostatní provozní náklady	2,66%	2,55%	4,01%	4,90%	2,56%
Nákladové úroky	0,11%	0,29%	0,21%	0,35%	0,40%
Ostatní finanční náklady	0,81%	0,32%	1,28%	1,14%	0,82%
Daň z příjmů	3,08%	1,72%	0,36%	0,37%	0,93%
Provozní výsledek hospodaření	14,84%	8,95%	2,39%	2,71%	4,84%
Finanční výsledek hospodaření	-0,44%	-0,48%	-0,42%	-0,70%	-0,05%
Výsledek hospodaření před zdaněním	14,39%	8,47%	1,97%	2,02%	4,79%
Výsledek hospodaření po zdanění	11,67%	6,88%	1,62%	1,65%	3,90%

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

Tabulka 6 – Horizontální analýza VZaZ

Období	2016-2015	2017-2016	2018-2017	2019-2018
Výnosy celkem	11,18%	121,39%	-8,96%	2,02%
Tržby z prodeje výrobků a služeb	13,72%	94,57%	-9,78%	8,83%
Tržby za prodej zboží	-80,52%	4634,79%	-9,13%	-33,94%
Ostatní provozní výnosy	22,08%	297,11%	15,16%	-51,59%
Ostatní finanční výnosy	-75,40%	2769,80%	-36,04%	46,22%
Náklady celkem	17,23%	133,88%	-8,99%	-0,31%
Výkonová spotřeba	15,32%	158,01%	-13,06%	5,11%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Aktivace (-)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Osobní náklady	27,24%	34,73%	7,46%	-9,22%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	208,39%	56,36%	11,78%	29,87%
Ostatní provozní náklady	12,46%	267,64%	11,28%	-47,85%
Ostatní finanční náklady	-54,07%	845,78%	-18,94%	-28,27%
Daň z příjmů	-34,48%	-50,98%	-5,77%	149,02%
Provozní výsledek hospodaření	-32,91%	-40,96%	3,43%	82,07%
Finanční výsledek hospodaření	20,30%	92,40%	51,54%	-92,89%
Výsledek hospodaření před zdaněním	-34,55%	-48,53%	-6,77%	142,36%
Výsledek hospodaření po zdanění	-34,45%	-48,05%	-6,99%	140,87%

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

### 3.3.2 Analýza rozdílových ukazatelů

V následující tabulce je zachycen vývoj ČPK. Hodnota čistého pracovního kapitálu meziročně kolísá, avšak ve všech analyzovaných letech dosahoval čistý pracovní kapitál kladných hodnot. To znamená, že část oběžných aktiv je kryta dlouhodobými cizími zdroji nebo vlastním kapitálem, čímž si společnost tvoří finanční rezervu pro možné finanční výkyvy a náhlou potřebu peněžních prostředků.

Pokud se však zaměříme na potřebu tohoto kapitálu, která vychází z průměrných denních výdajů a obrátkového cyklu peněz, tedy doby, po kterou jsou peněžní prostředky vázány v materiálu nebo pohledávkách až po dobu inkasa za prodané výrobky, zjistíme, že výše této finanční rezervy od roku 2016 není dostačující.

Tabulka 7 – Vývoj ČPK a jeho potřeby

v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
ČPK	39 983	22 919	18 572	19 868	40 911
Oběžná aktiva	57 824	102 842	111 218	115 234	127 271
Krátkodobé cizí zdroje	17 841	79 923	92 646	95 366	86 360
Potřeba ČPK	36 608	44 629	72 783	59 160	89 554
OCP	67	70	49	44	66
Denní výdaje	547	637	1 495	1 358	1 350

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

### 3.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Součástí analýzy poměrových ukazatelů je provedena analýza zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity. Hodnoty jednotlivých ukazatelů jsou dále porovnávány s průměrně dosahovanými hodnot ukazatelů v plastikářském odvětví, ve kterém oceňovaná společnost VISCUMA PLASTIC, a.s. působí. Oborové průměry jsou vypočteny na základě dat, které poskytuje ministerstvo průmyslu a obchodu.

#### Analýza zadluženosti

Pokud se zaměříme na zadluženost společnosti, zjistíme, že společnost se zadlužila především v roce 2016. V tomto roce je financována 67,35 % cizími zdroji. Zadlužení je spojeno s rozsáhlými investičními akcemi tohoto roku, které jsou blíže popsány v analýze majetkové struktury. Od té doby se ukazatel věřitelského rizika ve všech letech snižuje a společnost navyšuje podíl vlastního kapitálu ke krytí svého majetku. Na to poukazuje rovněž ukazatel vlastnického rizika.

Přestože společnost využívá cizí zdroje více než je v oboru běžné, a to asi o 12,5 %, nehodnotím tuto skutečnost negativně. Ukazatel věřitelského rizika má jednak klesající trend, navíc společnost nemá problém tvořit dostatečný zisk pro to, aby mohla splácet své úroky z půjček. O tom svědčí hodnota ukazatele úrokového krytí, která se každoročně pohybovala nad doporučenou hodnotou 5.

Tabulka 8 – Analýza zadluženosti

Rok	2015	2016	2017	2018	2019
Ukazatel věřitelského rizika	32,86%	67,35%	65,46%	62,16%	52,10%
Oborový průměr	44,97%	46,03%	48,06%	46,43%	39,57%
Ukazatel vlastnického rizika	67,03%	32,60%	34,54%	37,84%	44,55%
Oborový průměr	54,95%	53,84%	51,57%	53,13%	59,98%
Úrokové krytí	148,93 krát	32,78 krát	10,36 krát	6,94 krát	13,32 krát

Oborový průměr	19,01 krát	19,42 krát	14,32 krát	9,66 krát	16,38 krát
----------------	------------	------------	------------	-----------	------------

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s. a dat ministerstva průmyslu a obchodu

### Analýza likvidity

V roce 2016 se likvidita společnosti výrazně snížila, a to ve všech stupních. I zde je hlavní příčinou investiční akce, která byla z části financována vlastními zdroji.

Co se týče ukazatele běžné likvidity, hodnoty ukazatele se od roku 2016 nedostaly nad jeho doporučenou úroveň. Dolní doporučovaná hranice pro běžnou likviditu se uvádí ve výši 1,6. Společnosti v odvětví se kolem této hodnoty pohybovaly ve všech analyzovaných letech.

Výše pohotové likvidity by se měla pohybovat ideálně v rozmezí od 1 do 1,5. Ani této doporučené hodnoty v žádném z posledních čtyř analyzovaných let společnost nedosáhla, na rozdíl od společností pohybující se v tomto odvětví. Příliš nízkých hodnot dosahují i ukazatelé okamžité likvidity. V roce 2017 a 2019 dokonce byly hodnoty nulové. Například v roce 2019 společnost disponovala pouze 268 tis. Kč., přičemž její krátkodobé závazky byly ve výši přes 86 mil. Kč.

Vzhledem k tomu, že hodnoty ukazatelů likvidity všech stupních v posledních čtyřech letech dosahují příliš nízkých hodnot, společnost by se mohla dostat do značných problémů se splácením svých krátkodobých závazků. V případě finanční nouze však může vypomoci sesterská společnost Viscuma s.r.o. a to prodloužením splatnosti svých faktur nebo poskytnutím úvěru. Sesterská společnost disponuje dostatečným množstvím peněžních prostředků, v roce 2019 drží na svých bankovních účtech zhruba 44,4 mil. Kč a její okamžitá likvidita je na úrovni 3,04.

Tabulka 9 – Analýza likvidity

Rok	2015	2016	2017	2018	2019
Běžná likvidita	3,24	1,29	1,20	1,21	1,47
Oborový průměr	1,69	1,68	1,61	1,59	1,62
Pohotová likvidita	2,15	0,74	0,78	0,78	0,72
Oborový průměr	1,18	1,19	1,13	1,10	1,10
Okamžitá likvidita	0,51	0,05	0,00	0,05	0,00
Oborový průměr	0,34	0,37	0,37	0,40	0,37

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s. a dat ministerstva průmyslu a obchodu



### **Analýza rentability**

Ukazatelé rentability dokládají, že společnost byla ve všech analyzovaných letech zisková, i když se do roku 2018 se všechny druhy rentability snižovaly. V roce 2019 se pak do ukazatelů promítla skutečnost, kdy se společnosti podařilo dosáhnout vyššího zisku oproti předcházejícím třem letům.

Poměrně uspokojivých hodnot dosahuje ukazatel rentability vlastního kapitálu. Přestože se ukazatel v průběhu let výrazně snížil v desítkách procent, společnost každoročně dosahuje příznivějších hodnot oproti společnostem působícím v odvětví. Oceňovaná společnost využívá rovněž efektivně úplatný kapitál, jelikož hodnoty ukazatele ROCE jsou vyšší, než je úroková míra z úvěrů.

U ukazatelů obratu tržeb a nákladů je důležité připomenout skutečnost popisovanou u analýzy výnosů a nákladů. Tj. zvýšení tržeb a nákladů z důvodů koupě a přímého prodeje záložek v montážních skupinách, které dříve byly do společnosti dodávány zdarma, protože významně ovlivňují hodnoty ukazatele od roku 2017.

Tabulka 10 – Analýza rentability

Rok	2015	2016	2017	2018	2019
ROCE	56,40%	16,21%	7,67%	7,80%	16,90%
Oborový průměr	17,58%	17,04%	14,36%	8,89%	13,79%
ROA	43,84%	11,32%	5,92%	5,79%	12,31%
Oborový průměr	11,92%	11,10%	8,92%	5,79%	9,96%
ROE	52,69%	27,32%	12,69%	10,72%	20,78%
Oborový průměr	17,41%	16,28%	12,67%	6,95%	12,79%
ROS	11,96%	7,05%	1,70%	1,75%	4,04%
Oborový průměr	7,25%	6,87%	5,16%	3,15%	6,31%
ROC	13,22%	7,39%	1,64%	1,68%	4,05%
Oborový průměr	7,39%	7,16%	5,22%	3,17%	6,57%

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s. a dat ministerstva průmyslu a obchodu

### **Analýza aktivity**

V tabulce 11 je vyobrazen vývoj jednotlivých ukazatelů aktivity. Z ukazatele obratu aktiv, který se po většinu období nacházel nad úrovní 2 lze konstatovat, že společnost hospodáří se svým majetkem efektivně. Při srovnání s odvětvím je patrné, že využívá svůj majetek lépe.

Doba obratu zásob dosahuje kolísavých hodnot v rozmezí 31 až 64 dní. V odvětví lze zaznamenat daleko stabilnější vývoj tohoto ukazatel, kdy se zásoby váží ve společnost v průměru na 44 až 49 dní. Vyjma roku 2016 dosahují ukazatelé společnosti příznivějších hodnot oproti odvětví.

Doba obratu pohledávek každoročně převyšuje dobu obratu závazků. Společnost tedy poskytuje bezplatný obchodní úvěr svým dodavatelům. Pozice věřitele je pro oceňovanou společnost nepříznivá. Co se týče odvětví, to v pozici věřitele není, a naopak sami obchodní úvěr čerpají.

Tabulka 11 – Analýza aktivity

Rok	2015	2016	2017	2018	2019
Obrat celkových aktiv	2,95 krát	1,26 krát	2,58 krát	2,31 krát	2,29 krát
Oborový průměr	1,32 krát	1,28 krát	1,27 krát	1,17 krát	1,22 krát
Doba obratu zásob	32,16 dní	64,25 dní	26,48 dní	31,27 dní	47,20 dní
Oborový průměr	43,91 dní	45,32 dní	46,72 dní	48,78 dní	47,78 dní
Doba obratu pohledávek	46,44 dní	67,15 dní	46,18 dní	41,95 dní	43,44 dní
Oborový průměr	69,38 dní	72,63 dní	70,35 dní	67,40 dní	64,62 dní
Doba obratu závazků	11,71 dní	61,33 dní	23,99 dní	29,67 dní	24,31 dní
Oborový průměr	86,13 dní	92,42 dní	96,59 dní	99,62 dní	91,95 dní

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s. a dat ministerstva průmyslu a obchodu

### 3.3.4 Souhrnné indexy hodnocení

Součástí souhrnných indexů hodnocení je proveden Du Pontův rozklad a vypočítán index IN 05.

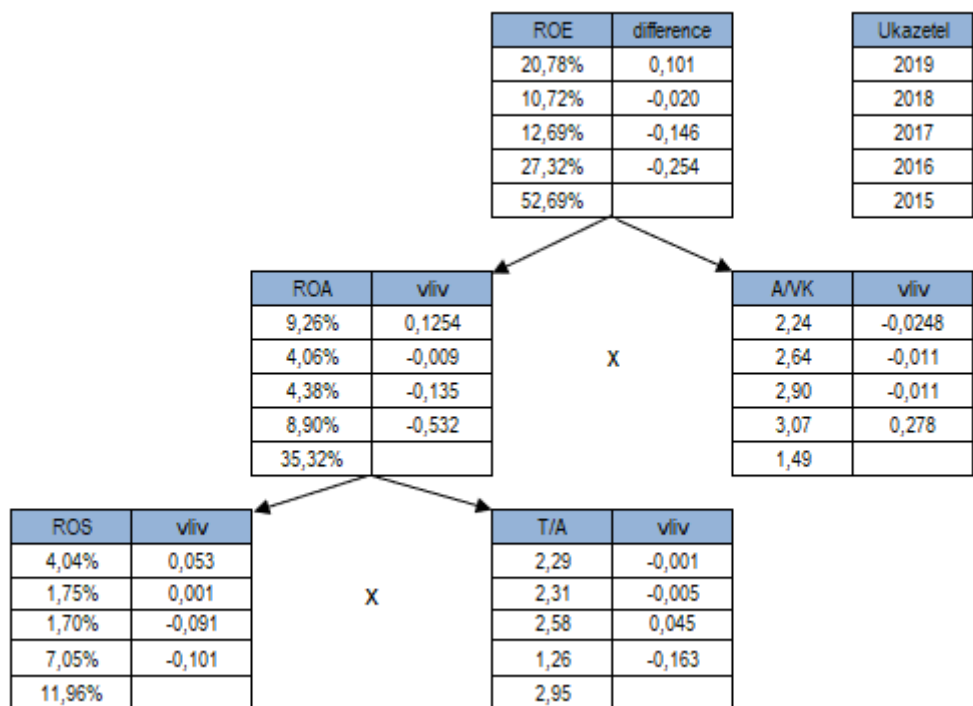
#### Du Pontův rozklad

Následující obrázek vyjadřuje rozklad vrcholového ukazatele-rentability vlastního kapitálu, a to ve dvou úrovních.

Z obrázku je zřejmé, že výnosnost vlastního kapitálu u oceňované společnosti VISMUMA PLASTIC, a.s. v první úrovni spíše ovlivňuje dosahovaná výše rentability aktiv oproti ukazateli finanční páky. Tyto dva ukazatelé mají totiž stejný vývojový trend. Tvrzení je podloženo výpočtem vlivu obou ukazatelů na vrcholový ukazatel, a to logaritmickou metodou. Například v roce 2019, kdy se ukazatel zvýšil o 10,06 procentních bodů, se na tomto rozdílu podílela právě rentabilita aktiv 12,54 procentními body a finanční páka přispěla záporným vlivem ve výši -2,48 procentních bodů.

Ve druhé úrovni je rozložen ukazatel rentability aktiv, a to na poměrové ukazatele rentability tržeb a obrát aktiv. Opět bylo dopočítáno, jaký vliv měly tyto ukazatele na dosahovanou rentabilitu aktiv v jednotlivých letech.

Obrázek 4 – Rozklad ukazatele ROE



Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

## IN 05

Spočten byl rovněž index IN05 manželů Neumaierových. V roce 2015 podnik tvořil hodnotu a nebyl ohrožen bankrotem. Mezi lety 2016 až 2018 však index spadl pod hodnotu 1,6 a nacházel se v tzv. šedé zóně a finanční zdraví podniku tak nebylo možné jednoznačně zhodnotit. Na snížení indexu měl vliv zejména snižující se zisk a nárůst zadlužení. V roce 2019 se index opět zvýšil nad úroveň 1,6 a společnost lze opět zhodnotit jako finančně zdravou. Výpočet indexu se nachází v příloze 1.

Tabulka 12 - Vývoj indexu IN05

Rok	2015	2016	2017	2018	2019
Index IN05	3,423	1,390	1,472	1,342	1,730

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

### 3.3.5 Shrnutí finanční analýzy

Z analýzy absolutních ukazatelů vyplynulo, že společnost v roce 2016 významně investovala do majetku, kdy zakoupila výrobní areál, ve kterém sídlí a vystavila dvoupodlažní skladový prostor, a to zhruba za 72 mil. Kč. Majetek byl financován 60 miliony bankovním úvěrem a 12 miliony z vlastních zdrojů. Tato investiční akce tak měla dopad na celkové zadlužení společnosti, kdy zadluženost vzrostla z 32,86 % na 67,35 %. Dle analýzy zadluženosti pak společnost v dalších analyzovaných letech své zadlužení snižuje a tvoří dostatečný zisk pro splácení nákladových úroků z přijatých půjček.

Tržby společnosti rostly do roku 2017. V tomto roce skokově vzrostly z důvodu přímého nákupu a následného prodeje záložků v montážních skupinách, která dříve byla dodávána zdarma. Mírný pokles tržeb nastal v roce 2018, to bylo zapříčiněno nižším počtem prodaných automobilů v důsledku nově zavedené normy týkající se emisí. Stejný vývojový trend měly i náklady. Na celkových nákladech se nejvíce podílí výkonová spotřeba a osobní náklady.

Zisk společnosti v letech 2015 až 2018 klesá, to je dáno především skutečností, že náklady společnosti rostou rychleji než její tržby. Dosáhnout příznivějšího výsledku hospodaření se společnosti podařilo až v posledním analyzovaném roce. Tato skutečnost se promítla také do vývoje ukazatelů rentability. Přestože se rentabilita aktiv v průběhu prvních 4 let meziročně snižovala, až na rok 2017 se držela na stejné nebo lepší úrovni oproti svému odvětví. Nadprůměrných výsledků pak společnost každoročně dosahuje v oblasti rentability vlastního kapitálu. Horší výsledky oproti svému odvětví lze zaznamenat u rentability tržeb a nákladů, a to zejména od roku 2018 kdy společnosti vzrostly tržby a náklady z důvodu zmiňované koupě a prodeje součástek, které byly dříve dodávány zdarma.

Z analýzy likvidity je zřejmé, že společnost by mohla mít problém se splácením svých krátkodobých závazků. Výsledné hodnoty ukazatelů jsou od roku 2016 nižší, než jsou doporučené hodnoty a rovněž nižší, než je v odvětví běžné. Na tyto problémy rovněž poukázal rozdílový ukazatel čistého pracovního kapitálu, který nedosahuje jeho potřebné výše. Výhodou pro oceňovanou společnost je ale její sesterská společnost Viscuma s.r.o., která jí ve finanční nouzi může vypomoci.

Společnost svá aktiva využívá efektivně, a to i ve srovnání s odvětvím. Uspokojivých hodnot dosahuje i ukazatel doby obratu zásob. Nevýhodné je však pro společnost, že doba

obratu pohledávek převyšuje dobu obratu závazků. V roce 2019 asi o 19 dní. Společnost je tak v pozici věřitele a poskytuje svým dodavatelům obchodní úvěr. Pro odvětví převyšující doba obratu pohledávek typická není.

Dle indexu IN05 společnost nikdy nebyla ohrožena bankrotem, avšak v letech 2015 až 2018 se nacházela v šedé zóně.

### 3.4 SWOT analýza

Ze strategické a finanční analýzy vyplynuly silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby, které zaznamenává matice níže. K jednotlivým faktorům, které vstupují do SWOT analýzy bylo přiřazeno bodové hodnocení a váhy na základě subjektivního hodnocení. Z níže uvedeného vyplývá, že u společnosti převažují silné stránky nad těmi slabými a rovněž příležitosti nad hrozbami

Tabulka 13 – SWOT analýza

<b>Silné stránky (S)</b>	Body	Váha	Celkem	<b>Slabé stránky (W)</b>	Body	Váha	Celkem
<b>S1</b> Dlouhodobé vztahy s odběrateli	5	0,22	1,10	<b>W1</b> Umístění společnosti	1	0,05	0,05
<b>S2</b> Kladné hodnocení zakázek	4	0,12	0,48	<b>W2</b> Nedostatečná kvalifikace některých zaměstnanců	3	0,10	0,30
<b>S3</b> Certifikace jakosti dle IATF 16 949	4	0,18	0,72	<b>W3</b> Špatná zastupitelnost na některých úsecích	3	0,12	0,36
<b>S4</b> Moderní strojový park	4	0,09	0,36	<b>W4</b> Silná závislost na jednom odběrateli	5	0,25	1,25
<b>S5</b> diverzifikace cílových trhů	2	0,09	0,18	<b>W5</b> Velká vyjednávací síla odběratelů	4	0,18	0,72
<b>S6</b> Jediný dodavatel tzv. typizovaného díl	4	0,26	1,04	<b>W6</b> Nízká likvidita	3	0,20	0,60
<b>S7</b> Opora v sesterské společnosti	1	0,04	0,04	<b>W7</b> Omezená výrobní kapacita	3	0,10	0,30
<b>Celkové skóre</b>	<b>24</b>	<b>1,00</b>	<b>3,92</b>	<b>Celkové skóre</b>	<b>21</b>	<b>1,00</b>	<b>3,58</b>
<b>Příležitosti (O)</b>	Body	Váha	Celkem	<b>Hrozby (T)</b>	Body	Váha	Celkem
<b>O1</b> Bariéry vstupu pro potencionální konkurenty	3	0,30	0,90	<b>T1</b> Vysoká konkurence	5	0,25	1,25
<b>O2</b> Využití 2K technologie	4	0,19	0,76	<b>T2</b> Nízká nezaměstnanost	3	0,10	0,30
<b>O3</b> Prosperující odvětví plastů	4	0,16	0,64	<b>T3</b> Závislost na automobilovém průmyslu	2	0,20	0,40
<b>O4</b> Získání nových zákazníků díky certifikaci jakosti	5	0,25	1,25	<b>T4</b> Legislativní změny	2	0,30	0,60
<b>O5</b> Využití recyklovaných materiálů	2	0,10	0,20	<b>T5</b> COVID-19	4	0,15	0,60
<b>Celkové skóre</b>	<b>18</b>	<b>1,00</b>	<b>3,75</b>	<b>Celkové skóre</b>	<b>16</b>	<b>1,00</b>	<b>3,15</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### **Silné stránky:**

(S1, S2) V rámci strategické analýzy bylo zjištěno, že společnost navazuje dlouhodobé vztahy se svými odběrateli. Dodávané zboží je vyráběno na základě specifických požadavků zákazníka se zřetelem na dosahovanou kvalitu. Dodávky od oceňované společnosti jsou odběrateli kladně hodnoceny.

(S3) Další silnou stránkou společnosti, jež vyplynula ze strategické analýzy je získání certifikace jakosti dle IATF 16 949, která je dále doplněna o další požadavky odběratele, což jednoznačně vede ke zvýšení důvěry v obchodních vztazích. Získaná certifikace dále umožňuje přímo dodávat do všech automobilek na světě a získat tak nové významné zákazníky.

(S4) Společnost disponuje moderním strojovým parkem. Ve výrobě využívá vstřikovací lisы renomovaných evropských značek Arburg a Engel s uzavíratelnou silou od 30 do 1000 tun a montážní linky.

(S5) Oceňovaná společnost proniká na nové trhy. Konkrétně se jedná o elektrotechnický a zdravotnický průmysl, čímž snižuje svoji závislost na automobilovém průmyslu.

(S6) Společnost dodává do závodu Hella Mohelnice tzv. typizovaný díl, ten se využívá u všech druhů světel a v současnosti je oceňovaná společnost jediným výrobcem tohoto druhu výrobku.

(S7) Oceňovaný podnik VISCUMA PLASTIC a.s. vznikl jako sesterská společnost k podniku Viscuma s.r.o. Z toho pro oceňovaný podnik plyne několik výhod jako je možná finanční nebo technologická výpomoc.

### **Slabé stránky:**

(W1) Za nevýhodnou lze považovat lokaci společnosti. Společnost je umístěná v malé vesničce s nadmořskou výškou nad 600 m. n. m. Z toho důvodu se společnost rozhodla poskytovat svým zaměstnancům vlastní autobusovou dopravu na pracoviště. K dalším častým problémům pak dochází zejména v zimních měsících, kdy průjezdnost kamionů není zcela možná.

(W2, W3) Jak vyplynulo z McKinseyho modelu 7S společnost se potýká s nedostatečnou kvalifikací některých zaměstnanců a špatnou zastupitelností v určitých úsecích výroby.

(W4, W5) Společnost je silně závislá na odběrateli HELLA, který odebírá zhruba 50 % produkce. Odběratel tak disponuje velmi silnou vyjednávací silou a společnosti rovněž plynou rizika z jeho ztráty. Vzhledem k vysoké konkurenci v odvětví mají i ostatní odběratelé značnou vyjednávací sílu.

(W6) Při finanční analýze bylo zjištěno, že společnost dosahuje od roku 2016 velmi nízkých hodnot likvidity, a to ve všech stupních. Proto by oceňovaná společnost mohla mít problém se splácením svých krátkodobých závazků. Oceňované společnosti však může finančně vypomoci její sesterská společnost Viscuma s.r.o. a to prodloužením splatností svých faktur nebo poskytnutím úvěru.

(W7) Jak bylo popsáno při analýze absolutních ukazatelů finanční analýzy, společnost disponuje pouze omezenou výrobní kapacitou. Některé zakázky v minulosti společnost z časových důvodů nemohla splnit, ty pak byly plněny jinými subjekty,

#### **Příležitosti:**

(O1) Pro vstup nových konkurentů do odvětví existují bariéry vstupu, ty jsou dány například vysokou kapitálovou náročností. Stávající společnosti navíc využívají úspor z rozsahu, proto je pro potencionální konkurenty těžké, aby dosáhly tak nízké cenové úrovně. K získání zákazníků pro potencionální konkurenty v tomto odvětví nenahrává ani skutečnost, že zakázky jsou uzavírány na několik let dopředu.

(O2) Možnou příležitostí pro oceňovaný podnik je ve využití tzv. 2K technologie. Za pomoci této technologie je možné vyrobit dvoubarevný výlisek, který kombinuje více plastových materiálů. Nové technologie by zajistě vedly ke zvýšení konkurenceschopnosti a možnosti získání nových zakázek.

(O3) Příležitost podniku shledávám také v působení v prosperujícím plastikářském odvětví. Celkové tržby za odvětví dle analyzovaných dat ministerstva průmyslu a obchodu každoročně rostou od roku 2013.

(O4) Zmíněnou silnou stránkou společnosti byla získaná certifikace jakosti dle IATF 16 949. Ta s sebou také nese i nové příležitosti, a to konkrétně možnost být přímým dodavatelem do všech automobilek.

(O5) V PEST analýze také byla popsána příležitost, která souvisí s využitím recyklovaných materiálů – tzv. regranulátů. S jejich využitím lze dosáhnout snížení nákladů ve výrobě. Využití recyklovaných má také příznivý vliv na životní prostředí.

### **Hrozby:**

(T1) Za hrozbu, která vyplynula ze strategické analýzy lze jednoznačně považovat vysokou stávající konkurenci v plastikářském odvětví. Společnost proto musí svoji konkurenci sledovat a být připravena na ni také reagovat.

(T2) Společnost dále ohrožuje nízká nezaměstnanost. V kombinaci se sociálním faktorem klesajícího počtu obyvatel v produktivním věku v Pardubickém kraji může společnost shledávat obtížné zajistit dostatečné množství kvalifikovaných pracovníků. Nízká nezaměstnanost se rovněž odráží na výši mezd pracovníků.

(T3) Společnost je v současnosti silně závislá na automobilovém průmyslu, do kterého dodává asi 80 % své produkce. V situaci, kdy dojde k poklesu výroby automobilů, klesne i poptávka po plastových výrobcích, které do automobilek dodává. Jak bylo zmíněno ve finanční analýze, tato skutečnost nastala například v roce 2018.

(T4) Při strategické analýze bylo dále zjištěno, že společnost ohrožují legislativní změny. A to jednak ty, které se společnosti mohou dotýkat napřímo jako jsou zákazy využívání některých chemických látek, tak i ty nepřímé. To jsou například nařízení evropské komise týkající se emisních norem u nových automobilů.

(T5) Mezi hrozby, jež byly popsány ve strategické analýze, nemůžeme zapomenout zařadit ani současnou pandemii koronaviru, která ovlivnila vývoj celosvětové ekonomiky.

**Na základě uvedených informací lze usoudit, že společnost splňuje předpoklad neomezeného trvání podniku.**

## **4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná**

V prvé řadě je důležité rozdělit majetek na provozně potřebný, nazýván rovněž jako provozně nutný, a nepotřebný. Provozně potřebný majetek souvisí s hlavní činností podniku a zahrnutí provozně nepotřebného majetku by vedlo ke zkreslení výsledného ocenění. Z části majetku označovaného jako provozně potřebného majetku pak vychází korigovaný provozní výsledek hospodaření.



Do provozně potřebného majetku je zahrnut dlouhodobý nehmotný a hmotný majetek. Dlouhodobý finanční majetek společnost nevlastní. Provozně potřebné peníze vychází z dosahované likvidity společnosti, které jsou zastropené provozně nutnou likviditou. Jelikož odvětví dosahuje výrazně vyšších hodnot ukazatele, stanovili jsme provozně nutnou likviditu alespoň jako spodní hranici doporučených hodnot odbornou literaturou, to je 0,2.

Výše pracovního kapitálu provozně nutného je stanoven jako součet zásob, pohledávek, časového rozlišení aktiv a peněz v provozně potřební výši ponížené o neúročené závazky a časové rozlišení pasiv. Po přičtení provozně potřebného dlouhodobého majetku získáme investovaný kapitál provozně nutný. Výpočet je zachycen v tabulce 14.

Tabulka 14 – Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný

	2015	2016	2017	2018	2019
Dlouhodobý nehmotný majetek	140	68	8	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	9 939	84 194	87 116	86 725	85 589
<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>	<b>10 079</b>	<b>84 262</b>	<b>87 124</b>	<b>86 725</b>	<b>85 589</b>
Zásoby	19 532	43 416	38 498	41 044	64 760
Pohledávky	29 269	55 595	72 597	69 171	62 243
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	6 154	5 420	4 789	2 239	2 711
Neúročené závazky	13 295	57 894	46 393	52 546	48 300
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	80	105	0	0	7 216
Peníze (pokladna + bank. účet)	9 023	3 831	123	5 019	268
Likvidita (peníze/krátkodobé závazky)	0,51	0,05	0,00	0,05	0,00
Provozně nutná likvidita	0,20	0,05	0,00	0,05	0,00
Provozně nutné peníze	3 568	3 831	123	5 019	268
<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>45 148</b>	<b>50 263</b>	<b>69 614</b>	<b>64 927</b>	<b>74 466</b>
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>55 227</b>	<b>134 525</b>	<b>156 738</b>	<b>151 652</b>	<b>160 055</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

Úpravou provozního výsledku hospodaření o výši výnosů z prodeje nepotřebného majetku získáme korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH). Konkrétně se tedy jedná o odečtení rozdílů položek tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, a zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a materiálu.

Tabulka 15 – Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření

	2015	2016	2017	2018	2019
Provozní výsledek hospodaření z VV	33 244	22 303	8 914	8 864	19 696
Vyloučení VH z prodeje majetku	-743	-831	-1 788	-2 254	-1 507
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)</b>	<b>32 501</b>	<b>21 472</b>	<b>7 126</b>	<b>6 610</b>	<b>18 189</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

## 5 Prognóza generátorů hodnoty

V této kapitole jsou stanoveny generátory hodnoty, které jsou základním východiskem pro výslednou hodnotu podniku.

### 5.1 Prognóza tržeb podniku

Budoucí tržby oceňovaného podniku závisí na tempu růstu trhu a růstu jeho tržního podílu. Pro možnou predikci vývoje trhu byly zkoumány různé makroekonomické veličiny, které souvisí s vývojem tržeb plastikářského odvětví, a to v letech 2008 až 2019. Zkoumané makroekonomické veličiny zachycuje tabulka 16. Nejvyšší míru závislosti, která byla zjištěna za pomoci Pearsonova korelačního koeficientu, lze zaznamenat u ukazatele objemu mezd a platů.

Tabulka 16 - Míra závislosti makroekonomických veličin a růstu trhu

ukazatel	míra závislosti
HDP eurozóny	0,66
HDP ČR	0,68
Zaměstnanost	0,61
inlace	-0,09
Deflátor HDP	0,45
Směnný kurz CZK/EUR	0,33
Ropa Brent	-0,56
Spotřeba domácností	0,74
Objem mezd a platů (dom. koncept)	0,75

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ministerstva financí České republiky

Budoucí tržby trhu jsou odhadnuty pomocí regresní funkce. Konkrétně jsou vypočteny na základě kvadratické rovnice – polynomu druhého stupně, určující spojnicí trendu vývoje tržeb za minulost. Kvadratický tvar funkce byl vybrán za nejvhodnější při přihlédnutí na hodnotu spolehlivosti  $R^2$ .

Rovnice je ve tvaru funkce:

$$y = -780\,815,39 \cdot x^2 + 13508811,70 \cdot x + 122676406,00 \quad (35)$$

Za proměnné x dosadíme hodnoty prognózovaného ukazatele objemu mezd a platů. Pro roky 2020 a 2021 je využita prognóza dle ministerstva finanční České republiky. Pro roky 2022 a 2023 předpokládáme neměnnou výši tohoto ukazatele.

Tabulka 17 – Prognóza ukazatele objemu mezd a platů

2020	2021	2022	2023
0,2	1,2	0,7	0,7

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ministerstva financí ČR

Po dosazení proměnných do výše uvedené rovnice získáme následující prognózované tržby plastikářského odvětví pro roky 2020 až 2023. Výsledné hodnoty a prognózovaný meziroční a průměrný růst tržeb zachycuje tabulka 18.

Tabulka 18 – Prognózované tržby trhu

	2020	2021	2022	2023
Prognóza tržeb trhu	125 346 936	137 762 606	131 749 975	131 749 975
Meziroční růst		109,91 %	95,64 %	100,00 %
Průměr	101,85 %			

Zdroj: vlastní zpracování

Jak již bylo zmíněno, tržby podniku jsou dány celkovými tržbami trhu a tržním podílem daného podniku. Na základě vývoje tržního podílu uvedeném ve strategické analýze uvažujeme v roce 2020 o zachování jeho průměrného meziročního navýšení za roky 2013 až 2019. Index změny tržního podílu dosahuje v průměru hodnoty 1,19. Z výpočtu byl vyňat vysoký meziroční nárůst mezi roky 2016 a 2017, kvůli skutečnostem, jež byly popsány v předchozích analýzách. Tj. odkup a prodej části výrobků, které dříve do společnosti byly dodávány zdarma.

Vzhledem k tomu, že se jedná o mladý podnik, nepředpokládáme, že by si zvládl udržet takto vysokou míru růstu tržního podílu, proto uvažujeme že index změny tržního podílu bude meziročně pozvolna klesat a to 0,05 p. b.

Tabulka 19 – Vývoj tržního podílu

	2020	2021	2022	2023
Tržní podíl	0,283 %	0,323 %	0,353 %	0,367 %
Index tržního růstu	1,19	1,14	1,09	1,04

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě údajů výše uvedených jsou vypočteny budoucí tržby podniku za své výkony na následující čtyři roky, které zachycuje tabulka 20. S těmito hodnotami tržeb budeme pracovat v dalších výpočtech. Tržby za prodané zboží budou odhadovány v rámci prognózy ziskové marže.

Tabulka 20 – Prognóza tržeb podniku v tis. Kč

	2020	2021	2022	2023
Prognóza tržeb podniku	354 434	444 973	465 077	483 522
Meziroční růst	-24,62%	25,54%	4,52%	3,97%

Zdroj: vlastní zpracování

## 5.2 Prognóza ziskové marže

Dalším generátorem hodnoty je zisková marže. Ta se prognózuje dvěma způsoby, a to shora a zdola. Oba tyto postupy výpočtů ziskové marže je potřeba sladit. Pro oceňovaný podnik byla nejdříve vypočítána zisková marže shora, dosahované hodnoty zachycuje tabulka 21 a 22. Ziskovou marži shora získáme jako podíl korigovaného výsledku hospodaření (KPVH) před odpisy na tržbách za výrobky oceňované společnosti. Zisková marže byla pro roky 2020 až 2023 stanovena na úrovni průměrně dosahovaných výsledků za roky 2016 až 2019. Rok 2015 nebyl zahrnut do výpočtů prognózy ziskové marže vzhledem k vysoce nadprůměrným výsledkům podniku oproti ostatním letům.

Tabulka 21 – Zisková marže shora-vývoj za minulost

	2015	2016	2017	2018	2019
	prognóza				
Zisková marže (z KPVH před odpisy)	15,57%	9,97%	2,39%	2,67%	5,17%
Průměr dosahované ziskové marže	5,05%				
KPVH před odpisy	33 526	24 225	11 379	11 364	24 313
Průměrné tempo růstu	-7,72%				
Tržby za vlastní výrobky	215 336	243 051	475 392	425 546	470 170

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

Tabulka 22 – Zisková marže shora-prognózované hodnoty

	2020	2021	2022	2023
	prognóza			
Zisková marže (z KPVH před odpisy)	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%
Průměr dosahované ziskové marže	5,05%			
KPVH před odpisy	17 901	22 474	23 489	24 421
Průměrné tempo růstu	8,07%			
Tržby za vlastní výrobky	354 434	444 973	465 077	483 522

Zdroj: vlastní zpracování

Zisková marže zdola vychází z podílů na tržbách jednotlivých nákladových a výnosových položek. Ty zachycuje tabulka 23. Položka ostatní provozní položky zahrnuje nevýznamné položky z výkazu jako změna rezerv, ostatní provozní náklady a výnosy. Prognózované hodnoty jsou opět stanoveny na úrovni průměrně dosahovaných hodnot v letech 2016 až 2019.

Tabulka 23 – Podíl položek na tržbách

minulost	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodané zboží	2,62%	0,45%	10,97%	11,13%	6,66%
Osobní náklady	15,96%	18,00%	12,40%	14,88%	12,23%
Tržby za vlastní výrobky	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Výkonová spotřeba	70,52%	72,05%	95,04%	92,30%	87,81%
Daně a poplatky	0,04%	0,05%	0,02%	0,03%	0,03%
Ostatní provozní položky	0,53%	0,39%	1,11%	1,25%	1,42%
prognóza	2020	2021	2022	2023	
Tržby za prodané zboží	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	
Osobní náklady	14,37%	14,37%	14,37%	14,37%	
Tržby za vlastní výrobky	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
Výkonová spotřeba	86,80%	86,80%	86,80%	86,80%	
Daně a poplatky	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	
Ostatní provozní položky	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	

Zdroj : vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

Následující tabulky 23 a 24 pak zachycují vývoj v minulých letech a prognózu absolutních hodnot jednotlivých položek jež vstupují do výpočtu korigovaného výsledku hospodaření, a na jejichž základě byla vypočítána zisková marže zdola. Výpočty oběma metodami se povedlo sladit, z tabulek je patrné, že výše hodnot prognózované ziskové marže je na úrovni 5,05 %.

Tabulka 24 – Výpočet ziskové marže zdola – minulý vývoj

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Tržby za prodané zboží</b>	5 652	1 101	52 130	47 372	31 293
Podíl z tržeb	2,62%	0,45%	10,97%	11,13%	6,66%
Roční tempo růstu		-80,52%	4634,79%	-9,13%	-33,94%
Průměrné tempo	1127,80%				
<b>Tržby za vlastní výroby</b>	215 336	243 051	475 392	425 546	470 170
Podíl z tržeb	100%	100%	100%	100%	100%
Roční tempo růstu		12,87%	95,59%	-10,49%	10,49%
Průměrné tempo růstu	21,56%				
<b>Výkonová spotřeba</b>	151 845	175 112	451 806	392 794	412 864
Podíl z tržeb	70,52%	72,05%	95,04%	92,30%	87,81%
Roční tempo růstu		15,32%	158,01%	-13,06%	5,11%
Průměrné tempo růstu	41,35%				
<b>Osobní náklady</b>	34 374	43 738	58 930	63 325	57 488
Podíl z tržeb	15,96%	18,00%	12,40%	14,88%	12,23%
Roční tempo růstu		27,24%	34,73%	7,46%	-9,22%
Průměrné tempo růstu	13,72%				
<b>KPVH před odpisy</b>	33 526	24 225	11 379	11 364	24 313
<b>Zisková marže z KPVH před odpisy</b>	<b>15,57%</b>	<b>9,97%</b>	<b>2,39%</b>	<b>2,67%</b>	<b>5,17%</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

Tabulka 25 – Výpočet ziskové marže zdola – prognóza

	2020	2021	2022	2023
<b>Tržby za prodané zboží</b>	25 879	32 490	33 958	35 305
Podíl z tržeb	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%
Roční tempo růstu	-17,30%	25,54%	4,52%	3,97%
Průměrné tempo růstu	10,91%			
<b>Tržby za vlastní výroby</b>	354 434	444 973	465 077	483 522
Podíl z tržeb	100%	100%	100%	100%
Roční tempo růstu	-24,62%	25,54%	4,52%	3,97%
Průměrné tempo růstu	10,91%			
<b>Výkonová spotřeba</b>	307 650	386 238	403 689	419 699
Podíl z tržeb	86,80%	86,80%	86,80%	86,80%
Roční tempo růstu	-25,48%	25,54%	4,52%	3,97%
Průměrné tempo růstu	10,91%			
<b>Osobní náklady</b>	50 949	63 964	66 854	69 506
Podíl z tržeb	14,69%	14,69%	14,69%	14,69%
Roční tempo růstu	-11,37%	25,54%	4,52%	3,97%
Průměrné tempo růstu	10,91%			
<b>KPVH před odpisy</b>	17 901	22 474	23 489	24 421
<b>Zisková marže z KPVH před odpisy</b>	<b>5,05%</b>	<b>5,05%</b>	<b>5,05%</b>	<b>5,05%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 5.3 Prognóza pracovního kapitálu

S rostoucími tržbami je také nutné brát v potaz a prognózovat potřebný pracovní kapitál. Prognóza vychází z ukazatelů doby obratu a výše prognózovaných tržeb. Do budoucna se předpokládá, že podnik bude dosahovat průměrných hodnot těchto ukazatelů za roky 2017 až 2019.

Tabulka 26 – Doby obratu pro prognózu pracovního kapitálu

doba obratu	2015	2016	2017	2018	2019	Průměr
Zásoby	33,11	65,20	29,56	35,20	50,27	<b>42,67</b>
Pohledávky	49,61	83,49	55,74	59,33	48,32	<b>59,30</b>
Krátkodobé závazky	21,47	85,19	34,13	42,85	35,20	<b>43,77</b>
Neúročené závazky	22,54	86,94	35,62	45,07	37,50	<b>45,53</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

Vývoj položek vstupujících do výpočtu pracovního kapitálu a jejich prognóza zachycuje tabulka 27. Položky zásob, pohledávek a závazků byly prognózovány skrze doby obratu vyjma stavu zásob v roce 2020. Vzhledem k tomu, že v roce 2020 jsme prognózovali pokles tržeb, získali bychom tímto výpočtem příliš nízkou hodnotu zásob. Jelikož se nepředpokládá, že společnost by snížila stav svých zásob oproti předcházejícímu roku v takové míře, kalkulujeme snížení zásob v tomto roce pouze o 15 %, což je rovno procentu, o které se snížila doba obratu zásob.

Peněžní prostředky provozně nutné byly opět stanoveny ve výši provozně nutné likvidity, a to ve výši 0,2. U položek časového rozlišení aktiv a pasiv se předpokládá, že budou konstantně na úrovni posledního roku.

Tabulka 27 – Vývoj pracovního kapitálu a jeho prognóza

minulost	2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby	19 532	43 416	38 498	41 044	64 760
Pohledávky	29 269	55 595	72 597	69 171	62 243
Peněžní prostředky provozně nutné	3 568	3 831	123	5 019	268
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	6 154	5 420	4 789	2 239	2 711
neúročené závazky	13 295	57 894	46 393	52 546	48 300
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	80	105	0	0	7 216
<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>45 148</b>	<b>50 263</b>	<b>69 614</b>	<b>64 927</b>	<b>74 466</b>
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst prac. kap.			10,31%		
Prognóza	2020	2021	2022	2023	
Zásoby	55 046	52 018	54 368	56 524	

Pohledávky	57 581	72 290	75 557	78 553	
Peněžní prostředky provozně nutné	8 843	9 605	10 039	10 438	
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	2 711	2 711	2 711	2 711	
Neúročené závazky	44 215	48 027	50 197	52 188	
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	7 216	7 216	7 216	7 216	
<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>72 751</b>	<b>81 381</b>	<b>85 262</b>	<b>88 822</b>	
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst prac. kap.		33,84%			

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

## 5.4 Prognóza investic do dlouhodobého majetku

Pro sestavení finančního plánu a následné stanovení hodnoty podniku, je také nutné se zaměřit na nutné investice do dlouhodobého majetku. V první řadě stanovíme koeficienty investiční náročnosti na růst tržeb za minulost, a to zvláště pro stavby a soubor hmotných movitých věcí. Nehmotný majetek oceňovaná společnost nyní nevlastní a ani neplánuje do něj v blízké budoucnosti investovat. Hodnota koeficientu vychází z výše investic do dlouhodobého majetku a přírůstku tržeb oceňované společnosti. Koeficient investiční náročnosti byl sestaven na základě období 2015 až 2019.

Investiční koeficient náročnosti pro stavby dosahuje hodnoty 3,10 %. Z výpočtů však byla vyňata investiční akce z roku 2016. Jak již bylo zmíněné v analýze majetkové struktury v rámci finanční analýzy, společnost v tomto roce zakoupila výrobní podnik v hodnotě 72 milionů, ve kterém sídlí. Jelikož se jedná o jednorázovou a mimořádnou investici, negativně by ovlivnila výsledný koeficient.

Při stanovování investičního koeficientu souboru movitých věcí nebylo zapotřebí činit žádné úpravy. Koeficient dosahuje hodnoty 2,46 %.

Na základě investičního koeficientu a plánovaných tržeb očekáváme v následujících čtyř letech investice do dlouhodobého majetku v netto hodnotě 7 176 tis. Kč.

Tabulka 28 – Odhad investic do dlouhodobého majetku

Majetek	Minulý koef. náročnosti	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2020-2023
Stavby	3,10%	3 996
Samostatné movité věci	2,46%	3 181
<b>Celkem</b>	<b>5,56%</b>	<b>7 176</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.



Na základě odhadovaných investic do dlouhodobého majetku nyní můžeme sestavit plán majetku, investic a odpisů.

Co se týče odpisů z nových investic, předpokládáme, že jsou pořízeny na konci roku a odpisovány od roku následujícího. Výše odhadovaných investic je do prognózovaného období rozložena stejnoměrně. Dále uvažujeme, že stavby se budou odepisovat 30 let a samostatné movité věci 6 let.

U stávajícího majetku předpokládáme stejnou výši odpisů jako v posledním roce. Sečtením hodnot odpisů stávajícího majetku a odpisů investic získáme celkové odpisy daného roku. Zůstatkovou cenu majetku daného roku pak získáme jako zůstatkovou cenu majetku roku předešlého a investicí netto.

Hodnotu pozemků předpokládáme neměnnou.

Tabulka 29 – Plán majetku, investic a odpisů

	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Samostatné movité věci</b>					
Původní - odpisy	987	987	987	987	987
Původní - zůstatková hodnota	14 947	13 960	12 974	11 987	11 001
Nový - investice netto	0	795	795	795	795
Nový - investice brutto	0	1 782	2 079	2 425	2 829
Nový - pořizovací hodnota k 31.12.	0	1 782	3 860	6 286	9 115
Nový - odpisy (1/6)	0	0	297	643	1 048
Celkem - odpisy	0	987	1 284	1 630	2 034
Celkem - zůstatková hodnota	<b>14 947</b>	<b>15 742</b>	<b>16 537</b>	<b>17 333</b>	<b>18 128</b>
<b>Stavby</b>					
Původní - odpisy	5 137	5 137	5 137	5 137	5 137
Původní - zůstatková hodnota	68 471	63 334	58 196	53 059	47 921
Nový - investice netto	0	1 632	1 632	1 632	1 632
Nový - investice brutto	0	6 136	6 341	6 552	6 771
Nový - pořizovací hodnota k 31.12.	0	6 136	12 477	19 029	25 800
Nový - odpisy (1/30)	0	0	205	416	634
Celkem - odpisy	0	5 137	5 342	5 553	5 772
Celkem - zůstatková hodnota	<b>68 471</b>	<b>69 470</b>	<b>70 469</b>	<b>71 468</b>	<b>72 467</b>
<b>Pozemky</b>					
Celkem - zůstatková hodnota	<b>2 152</b>	<b>2 152</b>	<b>2 152</b>	<b>2 152</b>	<b>2 152</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

## 5.5 Prognóza rentability provozně potřebného kapitálu

Na základě předešlých prognóz je nyní možné spočítat předpokládanou rentabilitu provozně potřebného kapitálu. Tu získáme jako součin jejího obratu a ziskové marže po odpisech a daní. Pro výpočet je využita efektivní daňová sazba, kterou se lze spočítat jako podíl daně na provozním výsledku hospodaření. V letech 2020 až 2023 počítáme s její průměrnou výší, která dosahuje 20,5 %.

Tabulka 30 - Prognóza rentability ziskové marže

minulost	2015	2016	2017	2018	2019
Daňová sazba	18,3%	17,9%	22,0%	20,8%	23,3%
Korigovaný provozní zisk po odpisech a po dani	26 544	17 629	5 562	5 235	13 948
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	12,33%	7,25%	1,17%	1,23%	2,97%
<i>Tempo růstu KPVH po odpisech a dani</i>	<b>-14,86%</b>				
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	55 227	134 525	156 738	151 652	160 055
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	x	3,90	1,81	3,03	2,81
<b>Rentabilita investovaného kapitálu</b>	x	28,28%	2,11%	3,73%	8,32%
prognóza	2020	2021	2022	2023	
Daňová sazba	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	
Korigovaný provozní zisk po odpisech a po dani	9 363	12 599	12 963	13 209	
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	2,64%	2,83%	2,79%	2,73%	
<i>Tempo růstu KPVH po odpisech a dani</i>	<b>-1,35%</b>				
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	160 134	170 559	176 233	181 587	
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	2,214	2,779	2,727	2,744	
<b>Rentabilita investovaného kapitálu</b>	5,85%	7,87%	7,60%	7,49%	

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

## 5.6 Předběžné ocenění na základě prognózovaných generátorů

Nyní lze stanovit předběžnou hodnotu podniku, která je založena na generátorech hodnoty, které jsme prognózovali v předchozích kapitolách. Generátory hodnoty jsou v jejich průměrné výši zrekapitulovány v tabulce níže. Do výpočtu také vstupuje hodnota tržeb v posledním známém roce. Tržby roku 2019 dosahovaly hodnoty 470 170 Kč.

Pro výpočet je využita kalkulovaná úroková míra, kterou dosahuje zpracovatelský průmysl v roce 2019, zveřejněnou ministerstvem průmyslu a obchodu. Na základě předběžného ocenění je hodnota podniku brutto ve výši 310 336 tis. Kč.

Tabulka 31 - Předběžné ocenění podniku

Generátor hodnoty	Označení	Hodnota
Tempo růstu tržeb	g	2,35%
Zisková marže po odpisech a po dani	r <sub>ZM</sub>	2,75%
<b>Náročnost růst tržeb na:</b>		
růst pracovního kapitálu	k <sub>ČPK</sub>	12,45%
růst dlouhodobého majetku	k <sub>DM</sub>	5,56%
investice netto celkem		18,01%
Kalkulována úroková míra	i	5,97%
<b>Hodnota podniku brutto (=H)</b>		<b>310 336</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

Je nutné zmínit, že výše diskontní míry výrazně ovlivňuje hodnotu podniku. Stejně tak i výše ziskové marže. Tuto skutečnost dokládá citlivostní analýza, která je zpracována v tabulce 32. Citlivostní analýza znázorňuje, jak by se změnila hodnota podniku v případě, kdy se ukazatel změnil o 10 %, 20 % a 30 % s tím, že ostatní generátory hodnoty zůstanou v neměnné výši.

Tabulka 32 - Analýza citlivosti ziskové marže a diskontní míry

Analýza citlivosti - faktor zisková marže		ZM původní	ZM + 10%	ZM + 20%	ZM + 30%
Zisková marže po odpisech a po dani	r <sub>ZM</sub>	2,75%	3,02%	3,33%	3,66%
Hodnota podniku brutto (=H)		310 336	346 866	387 049	431 251
<b>Změna hodnoty podniku o (%)</b>		<b>0%</b>	<b>11,77%</b>	<b>24,72%</b>	<b>38,96%</b>
Analýza citlivosti - faktor diskontní míra		ZM původní	ZM + 10%	ZM + 20%	ZM + 30%
WACC	i	5,97%	6,57%	7,22%	7,95%
Hodnota podniku brutto (=H)		310 336	259 201	224 276	195 325
<b>Změna hodnoty podniku o (%)</b>		<b>0%</b>	<b>-16,48%</b>	<b>-27,73%</b>	<b>-37,06%</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

## 6 Návrh finančního plánu

Pro možné ocenění podniku VISCUMA PLASTIC a.s. je nutné sestavit finanční plán. V rámci návrhu finančního plánu je sestaven výkaz zisku a ztrát, rozvaha a výkaz cash flow pro období 2020 až 2023. Pro snazší orientaci jsou v plánovaných výkazech také uvedeny výsledky za rok 2019.

## 6.1 Plán výkazu zisku a ztrát

Tabulka 33 - Plán výkazu zisku a ztrát-KPVH

<b>a) Hlavní činnost - náklady a výnosy spojené s provozním majetkem</b>	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby za zboží	31 293	25 879	32 490	33 958	35 305
Tržby za vlastní výroby	470 170	354 434	444 973	465 077	483 522
Výkonová spotřeba	412 864	307 650	386 238	403 689	419 699
Osobní náklady	57 488	50 949	63 964	66 854	69 506
Daně a poplatky	118	111	140	146	152
Odpisy	6 124	6 124	6 626	7 183	7 806
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	6 680	3 702	4 647	4 857	5 050
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>	<b>18 189</b>	<b>11 777</b>	<b>15 848</b>	<b>16 306</b>	<b>16 615</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Plán Korigovaného výsledku hospodaření vychází z dříve vypočtených hodnot jednotlivých položek, které byly prognózovány skrze průměrné podíly na tržbách za vlastní výroby.

Tabulka 34 - Plán výkazu zisku a ztrát-nákladové úroky

<b>b) Náklady na cizí kapitál</b>	2019	2020	2021	2022	2023
Nákladové úroky	1 993	1 273	1 273	1 273	1 273

Zdroj: vlastní zpracování

Předpokládá se, že společnost si v následujících letech udrží neměnnou výši svých bankovních úvěrů. Úroková sazba za poslední tři roky dosahuje průměrné výše 2,09 %. Z uvedeného plynou plánované nákladové úroky ve výši 1 273 tis. Kč.

Oceňovaná společnost nedosahovala výnosových úroků, proto je nepředpokládáme ani do budoucna.

Tabulka 35 - Plán výkazu zisku a ztrát-VH za účetní období po dani

<b>c) Celkový výsledek hospodaření</b>	2019	2020	2021	2022	2023
Celkový výsledek hospodaření před daní	19 089	10 504	14 575	15 032	15 341
Daň	4 592	2 153	2 988	3 082	3 145
<b>Výsledek hospodaření za účetní období po dani</b>	<b>14 497</b>	<b>8 350</b>	<b>11 587</b>	<b>11 951</b>	<b>12 196</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Celkový výsledek hospodaření před daní je pak korigovaný provozní výsledek hospodaření snížen o nákladové úroky. Daň je opět kalkulována za pomoci průměrné efektivní daňové sazby, která je ve výši 20,5 %.

## 6.2 Plánovaná rozvaha

Tabulka 36 - Plánovaná rozvaha-aktiva

<b>AKTIVA</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>215 571</b>	<b>219 836</b>	<b>235 235</b>	<b>249 356</b>	<b>263 543</b>
Dlouhodobý majetek	85 589	87 383	89 177	90 971	92 765
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	85 589	87 383	89 177	90 971	92 765
<i>Pozemky</i>	2 152	2 152	2 152	2 152	2 152
<i>Stavby</i>	68 471	69 470	70 469	71 468	72 467
<i>Samostatné movité věci a soubory movitých věcí</i>	14 947	15 742	16 537	17 333	18 128
<i>Jiný dlouhodobý hmotný majetek</i>	0	0	0	0	0
<i>Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek</i>	19	19	19	19	19
<i>Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek</i>	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<i>a) Provozně potřebný</i>	0	0	0	0	0
<i>b) Provozně nepotřebný</i>	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	127 271	129 742	143 347	155 674	168 067
Zásoby	64 760	55 046	52 018	54 368	56 524
Pohledávky	62 243	57 581	72 290	75 557	78 553
Krátkodobý finanční majetek (peníze + účty)	268	17 114	19 039	25 749	32 989
<i>a) Provozně potřebné</i>	268	8 843	9 605	10 039	10 438
<i>b) Provozně nepotřebné</i>	0	8 271	9 434	15 710	22 552
<b>Časové rozlišení</b>	<b>2 711</b>	<b>2 711</b>	<b>2 711</b>	<b>2 711</b>	<b>2 711</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnotu nedokončeného dlouhodobého majetku ponecháváme v následujících letech v konstantní výši. Ostatní položky dlouhodobého majetku vychází z dřívější prognózy investic do dlouhodobého majetku. Rovněž výše zásob a pohledávek je převzata z předchozí prognózy, a to pracovního kapitálu. Krátkodobý finanční majetek je plánován v provozně potřebné a nepotřebné výši a je dopočten ve výkazu cash flow.

Tabulka 37 - Plánovaná rozvaha-pasiva

PASIVA	2019	2020	2021	2022	2023
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>215 571</b>	<b>219 836</b>	<b>235 235</b>	<b>249 356</b>	<b>263 543</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	96 046	104 396	115 983	127 934	140 130
Základní kapitál	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Rezervní fond	20	20	20	20	20
Výsledek hospodaření minulých let	73 572	93 526	101 876	113 463	125 414
Výsledek hospodaření běžného účetního období	19 954	8 350	11 587	11 951	12 196
<b>Cizí zdroje</b>	<b>112 309</b>	<b>108 224</b>	<b>112 036</b>	<b>114 206</b>	<b>116 197</b>
Rezervy	3 038	3 038	3 038	3 038	3 038
Neúročené závazky	48 300	44 215	48 027	50 197	52 188
Bankovní úvěry a výpomoci	60 971	60 971	60 971	60 971	60 971
<i>Bankovní úvěry dlouhodobé</i>	19 954	19 954	19 954	19 954	19 954
<i>Krátkodobé bankovní úvěry</i>	41 017	41 017	41 017	41 017	41 017
<b>Časové rozlišení</b>	<b>7 216</b>	<b>7 216</b>	<b>7 216</b>	<b>7 216</b>	<b>7 216</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Co se týče položek vlastního kapitálu, základní kapitál, kapitálové fondy a rezervní fond byl naplánován na konstantní úrovni. Výsledek hospodaření běžného účetního období plánujeme ponechat ve společnosti v plné výši. Plánovaná výplata dividend by nijak neovlivnila hodnotu společnosti.

Neúročené závazky byly opět plánovány v rámci dřívějších prognóz, a to za pomoci dob obratu. Ostatní položky pak již plánujeme neměnné oproti roku 2019.

### 6.3 Plán výkazu cash flow

K možnému zjištění hodnoty peněžních prostředků ke konci roku je potřeba znát jejich počáteční stav v daném období. Tyto počáteční stavy zaznamenává tabulka 38.

Tabulka 38 - Počáteční stav peněžních prostředků

Položka	2019	2020	2021	2022	2023
Stav peněžních prostředků na počátku období	5 019	268	17 114	19 039	25 749

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti VISCUMA PLASTIC a.s.

V následující tabulce je sestaven výkaz cash flow nepřímou metodou. Zvláštní komentář si zaslouží nestandardní položka cash flow z neprovozního majetku. Jedná se o rozdíl mezi platbou daně vycházející z běžného výsledku hospodaření a korigovaného provozního výsledku hospodaření.

Tabulka 39 - Plán výkazu cash flow

<b>CF z provozní činnosti</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVHd)	18 189	11 777	15 848	16 306	16 615
Daň připadající na korigovaný VH (d x KPVHd)	3 729	2 414	3 249	3 343	3 406
<b>Korigovaný provozní VH po dani (KPVH)</b>	<b>14 460</b>	<b>9 363</b>	<b>12 599</b>	<b>12 963</b>	<b>13 209</b>
<b>Úpravy o nepeněžní operace (=Σ)</b>	<b>6 124</b>	<b>6 124</b>	<b>6 626</b>	<b>7 183</b>	<b>7 806</b>
Odpisy dlouhodobého majetku (provozně nutného)	6 124	6 124	6 626	7 183	7 806
Změna zůstatku rezerv	0	0	0	0	0
<b>Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných) (=Σ)</b>	<b>-21 034</b>	<b>10 290</b>	<b>-7 868</b>	<b>-3 446</b>	<b>-3 162</b>
Změna stavu pohledávek	6 928	4 662	-14 709	-3 266	-2 997
Změna stavu krátkodobých závazků	-4 246	-4 085	3 812	2 170	1 991
Změna stavu zásob	-23 716	9 714	3 028	-2 350	-2 156
<b>Peněžní tok z provozní činnosti celkem</b>	<b>-450</b>	<b>25 777</b>	<b>11 357</b>	<b>16 700</b>	<b>17 853</b>
<b>CF z investiční činnosti</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Nabytí dlouhodobého majetku (provozně nutného)		-7 918	-8 420	-8 977	-9 600
<b>Peněžní tok z investiční činnosti celkem</b>		-7 918	-8 420	-8 977	-9 600
<b>PĚNĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM</b>		<b>17 859</b>	<b>2 937</b>	<b>7 722</b>	<b>8 253</b>
<b>náklady na cizí kapitál</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Platba nákladových úroků	-1 993	-1273	-1273	-1273	-1273
<b>CF z neprovozního majetku</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	0	261	261	261	261
<b>CF z finanční činnosti</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Změna stavu dlouhodobých závazků	-13 412	0	0	0	0
<b>Peněžní tok celkem</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
PĚNĚŽNÍ TOK CELKEM		16 846	1 925	6 710	7 240
Stav peněžních prostředků na konci období	268	17 114	19 039	25 749	32 989

Zdroj: vlastní zpracování

## 7 Náklady kapitálu

Dále je potřeba stanovit náklady cizího a vlastního kapitálu, které vstupují do výpočtu vážených průměrných nákladů. Výslednou hodnotou vážených průměrných nákladů společnosti budeme diskontovat volné cash flow.

Náklady na cizí kapitál jsme již vypočetli při odhadu nákladových úroků při sestavení finančního plánu, a počítáme, že dosahují průměrné výše za poslední tři roky – tj. 2,09 %.

Náklady na vlastní kapitál jsou stanoveny pomocí modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model). Proměnné, které vstupují do výpočtu jsou zaznamenány v tabulce níže.

Tabulka 40 - Výpočet nákladů na vlastní kapitál

Konkrétní aplikace Damodaranovy modifikace modelu CAPM	
rf (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	1,88%
Beta nezadlužená	1,04
Riziková premie kapitálového trhu USA	5,31%
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů - odhad	0,5%
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	0,49
Daňová sazba	20,5%
Beta zadlužené	1,44
Náklady vlastního kapitálu	10,04%

Zdroj: vlastní zpracování

Bezriziková výnosnost  $r_f$  je dána jako výnosnost 20letých státních dluhopisů USA k datu ocenění, tedy k 31. 12. 2019 dostupné z webové stránky <https://www.treasury.gov/>

Beta nezadlužená byla stanovena na základě oboru podnikání dle profesora Damodarana, jelikož se jedná o ocenění pro nezávislého investora, byla použita unlevered beta pro evropský trh)

Profesor Damodaran dále zveřejňuje ukazatel, který nazývá Equity risk premium. Ten zahrnuje rizikovou premii kapitálového trhu USA, riziko selhání země a také rozdíl v inflaci. Tento ukazatel pro Českou republiku dosahuje 5,31 %.

Poměr cizího a vlastního kapitálu byl určen iteračním postupem. Vzhledem ke skutečnosti, že podnik má nižší likviditu, ale na druhou stranu má finanční oporu v sesterské společnosti, byla stanovena riziková přírážka 0,5 %.

Z iteračního výpočtu vyšly tyto hodnoty a váhy vlastního a cizího kapitálu. Získané váhy budou využity pro výpočet vážených průměrných nákladů.

Tabulka 41 - Stanovení hodnot a váhy vlastního a cizího kapitálu

Váhy položek kapitálu	v Kč	Podíl
<b>Vlastní kapitál (tržní hodnota)</b>	<b>125 098</b>	<b>67,23%</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	19 954	10,72%
Bankovní úvěry krátkodobé	41 017	22,04%
<b>Cizí kapitál celkem</b>	<b>60 971</b>	<b>32,77%</b>
<b>Celkový zpoplatněný kapitál</b>	<b>186 069</b>	<b>100,00%</b>

Zdroj: vlastní zpracování



Průměrné vážené náklady jsou součinem váhy a stanovených nákladů za vlastní a cizí kapitál. Náklady cizího kapitálu jsou upraveny o efekt daňového štítu. Výsledné průměrné vážené náklady kapitálu byly vypočteny ve výši 7,30 %.

Tabulka 42 - Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu

Průměrné vážené náklady kapitálu	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	67,23%	10,04%	6,75%
Cizí kapitál po dani	32,77%	1,66%	0,54%
<b>Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)</b>			<b>7,30%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 8 Návrh výsledného ocenění

Výsledná hodnota společnosti VISCUMA PLASTIC a.s. je stanovena pomocí výnosové metody diskontovaného cash flow ve variantě DCF entity. Hodnota společnosti se stanovuje ve dvou fázích. Pro první fázi je sestaven finanční plán, trvá tedy od roku 2020 do 2023. Ve druhé fázi je stanovena pokračující fáze, která trvá od roku 2024 do budoucnosti. Pokračující hodnota je stanovena za pomoci Gordonova modelu. Matematická správnost výpočtu je potvrzena rovněž modelem parametrickým.

### Volné Cash flow – první fáze

Následující tabulka zaznamenává výpočet volného cash flow. Abychom zjistili současnou hodnotu, volné cash flow je třeba diskontovat. Diskontní míra byla stanovena na úrovni průměrně vážených nákladů kapitálu v přechozí kapitole, a to ve výši 7,30 %.

Tabulka 43 - Výpočet hodnoty podniku-první fáze

Volné cash flow pro první fázi	2020	2021	2022	2023
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	11 777	15 848	16 306	16 615
Upravená daň	2 414	3 249	3 343	3 406
<b>Korigovaný provozní VH po dani</b>	<b>9 363</b>	<b>12 599</b>	<b>12 963</b>	<b>13 209</b>
Odpisy	6 124	6 626	7 183	7 806
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dl. majetku	-7 918	-8 420	-8 977	-9 600
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	1 715	-8 631	-3 880	-3 560
<b>FCFF (free cash flow to firm)</b>	<b>9 284</b>	<b>2 174</b>	<b>7 289</b>	<b>7 854</b>
<b>Diskontované FCFF</b>	<b>8 653</b>	<b>1 889</b>	<b>5 901</b>	<b>5 926</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## Pokračující hodnota – druhá fáze

Do výpočtu hodnoty pokračující fáze za pomoci Gordonova a parametrického modelu vstupují tyto proměnné:

Tabulka 44 - Výpočet pokračující hodnoty

Pokračující hodnota	
Tempo růstu (g)	2,35%
Míra investic netto do DM a PK	31,57%
Rentabilita investic netto	7,44%
<b>FCFF</b>	<b>9 252</b>
Parametrický vzorec	187 070
Gordonův vzorec	187 070

Zdroj: vlastní zpracování

Tempo růstu g je stanoveno jako průměrné tempo růstu plánovaných tržeb společnosti v letech 2020 až 2023. Vzhledem k tomu, že číslo je vyšší než úroveň průměrné dosahované inflace v české republice a nižší než průměrně dosahovaná míra růstu HDP, nebylo tempo růstu třeba nijak upravovat.

Míra investic netto do dlouhodobého majetku a kapitálu byla získána jako meziroční přírůstek investovaného pracovního kapitálu v letech 2023 a 2024 ku očekávanému korigovanému výsledku hospodaření po dani v roce 2024. Růst investovaného kapitálu a korigovaného výsledku hospodaření po dani je odvozen od tempa růstu g.

Rentabilita investic netto je pak podílem dvou předchozích popsanych ukazatelů. Volné cash flow je vypočteno na základě korigovaného výsledku hospodaření po dani v roce 2024 poníženým o investice do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

Jak lze z tabulky vyčíst, oběma způsoby jsme získali hodnotu druhé fáze v hodnotě 187 070 tis. Kč.

## Konečné ocenění společnosti VICUMA PLASTIC a.s.

Nyní máme všechny podklady k výpočtu konečné hodnoty podniku. Hodnota první fáze se rovná součtu cash flow, které jsme diskontovali. Hodnota první fáze je tedy 22 328 tis. Kč.

V druhé fázi jsme si za pomoci Gordonova a parametrického modelu vypočetli tzv. pokračující hodnotu. Ta je rovna 187 070 tis. Kč. Pro zjištění současné hodnoty druhé

fáze je opět zapotřebí tuto sumu diskontovat. Hodnota druhé fáze je stanovena na 141 148 tis. Kč.

Součtem těchto dvou fází získáme hodnotu brutto, po odečtení cizího kapitálu k datu ocenění a přičtení části majetku, který byl určen jako neprovozní, získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 31.12. 2019 byla dle výpočtů stanovena ve výši 125 098 tis. Kč.

Tabulka 45 - Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF

Výnosové ocenění k 31.12. 2019	
Současná hodnota 1. fáze	22 368
Současná hodnota 2. fáze	141 148
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>163 517</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	60 971
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>102 546</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	22 552
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF</b>	<b>125 098</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## ZÁVĚR

Hlavním cílem diplomové práce bylo stanovit hodnotu podniku VISCUMA PLASTIC a.s., která sídlí v Pardubickém a kraji a zabývá se vstřikováním plastových dílů především pro automobilový průmysl, a to s využitím výnosové metody ocenění. Konkrétně metody diskontovaného cash flow ve variantě entity.

V první řadě byla popsána teoretická východiska práce týkající se oceňování podniku, na jejichž základě byl vypracován návrh výsledného ocenění.

Nejdříve byla zpracována strategická analýza a finanční analýza za posledních 5let. Poznatky z obou analýz byly shrnuty ve SWOT analýze. Z uvedeného vyplynulo, že společnost splňuje podmínku neomezeného trvání podniku.

Dále byla rozdělena aktiva na provozně potřebná a nepotřebná a prognózovány generátory hodnoty. V návaznosti na prognózované generátory hodnoty bylo vypočteno předběžné ocenění společnosti a byl sestaven návrh finančního plánu pro roky 2020 až 2023.

Následně byla stanovena diskontní míra, která je na úrovni vážených nákladů kapitálu. Diskontní míra byla stanovena ve výši 7,30 %. Náklady na vlastní kapitál byly vypočítány pomocí modelu CAPM, který byl použit v modifikované verzi dle profesora Damodarana.

V samotném závěru byla v návrhu výsledného ocenění vypočtena hodnota podniku dvoufázovou metodou. Přičemž první fáze trvá od roku 2020 do 2023 a druhá fáze trvá od roku 2024 do budoucnosti.

Objektivizovaná hodnota společnosti VISCUMA PLASTIC a.s. byla stanovena ve výši 125 098 tis. Kč, čímž se podařilo splnit hlavní cíl diplomové práce.

## Citovaná literatura

### Bibliografie:

- 1) ČIŽINSKÁ, Romana, 2018. *Základy finančního řízení podniku*. Praha: Grada Publishing. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0194-8.
- 2) DLUHOŠOVÁ, Dana, 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-68-2
- 3) FOTR, Jiří, Emil VACÍK, Miroslav ŠPAČEK a Ivan SOUČEK, 2017. *Úspěšná realizace strategie a strategického plánu*. Praha: Grada Publishing. Expert (Grada). ISBN 978-80-271-0434-5.
- 4) GRASSEOVÁ, M. a kol. *Analýza podniku v rukou manažera*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2010. 325 s. ISBN 97880-251-2621-9.
- 5) GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007, 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- 6) KISLINGEROVÁ, Eva, 2007. *Manažerské finance*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7179-712-8.
- 7) KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9529-1.
- 8) KOTULIČ, Rastislav, Péter KIRÁLY a Miroslava RAJČÁNIOVÁ. *Finančná analýza podniku*. Tretie, prepracované a doplnené vydanie. Bratislava: Wolters Kluwer, 2018, 227 s. ISBN 978-80-8168-888-1.3-2.
- 9) KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.
- 10) MÁČE, Miroslav, 2006. *Finanční analýza obchodních a státních organizací: praktické příklady a použití*. Praha: Grada. Finanční řízení. ISBN 80-247-1558-9.
- 11) MALLYA, Thaddeus, 2007. *Základy strategického řízení a rozhodování*. Praha: Grada. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-1911-5.
- 12) MAŘÍK, Miloš, 2018. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-38-5.
- 13) MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ, 2007. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica. ISBN 978-80-245-1242-6.
- 14) Obchodní zákoník: zákon č. 513/1991 Sb.

- 15) Nový občanský zákoník č. 89/2012 Sb.
- 16) REŽŇÁKOVÁ, Mária, 2012. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. Praha: Grada. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-1835-4.
- 17) SABOLOVIČ, Mojmir, 2008. *Oceňování podniku*. Brno: Rašínova vysoká škola. ISBN 978-80-87001-13-4.
- 18) SEDLÁČEK, Jaroslav, 2007. *Finanční analýza podniku*. Brno: Computer Press. Praxe manažera (Computer Press). ISBN 978-80-251-1830-6.
- 19) SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 3., aktualizované vydání. Praha: Grada, 2017, 272 s. ISBN 978-80-271-0413-0.
- 20) VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA, 2013. *Podnikové řízení*. Praha: Grada. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4642-5.
- 21) VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.
- 22) VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ, 2012. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

#### **Internetové zdroje:**

- 1) ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Komentáře ČNB ke zveřejněným statistickým údajům o inflaci a HDP [online]. [cit. 2021-4-18]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/komentare-cnb-ke-zverejnenym-statistickym-udajum-o-inflaci-a-hdp/>
- 2) ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Mzdy a náklady práce. czso.cz. [online]. [cit. 2021-04-18]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/prace\\_a\\_mzdy\\_prace](https://www.czso.cz/csu/czso/prace_a_mzdy_prace)
- 3) ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Pohyb obyvatelstva-vybrané území. czso.cz. [online]. [cit. 2021-04-18]. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/index.jsf?page=vystup-objekt&pvo=DEM05&z=T&f=TABULKA&skupId=546&katalog=30845&pvo=DEM05&str=v94#w=>
- 4) DAMODARAN ONLINE [online], 2019. [cit. 2021-4-18]. Dostupné z: [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/home.htm](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm)
- 5) JUSTICE. Veřejný rejstřík a Sbírka listin [online]. Ministerstvo spravedlnosti České republiky, [cit. 2021-4-18]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrikfirma.vysledky?subjektId=139691&typ=UPLN>

- 6) MINISTERSTVO FINANCÍ. Makroekonomická predikce [online]. [cit. 2020-04-18]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce>
- 7) MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Analýza vývoje ekonomiky ČR. Mpo.cz. [online]. [cit. 2021-04-18]. Dostupné z: [https://www.mpo.cz/assets/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/2020/7/Analiza-vyvoje-ekonomiky-CR\\_cerven-2020.pdf](https://www.mpo.cz/assets/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/2020/7/Analiza-vyvoje-ekonomiky-CR_cerven-2020.pdf)
- 8) MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Panorama zpracovatelského průmyslu ČR. Mpo.cz. [online]. [cit. 2021-04-18]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>
- 9) U. S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. Daily Treasury Yield Curve Rates [online]. [cit. 2021-4-18]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2020>
- 10) VÁŽEME REGRANULACE TECHNICKÝCH PLASTŮ. Využití plastů. Vazeme.cz [online]. [cit. 2020-04-18]. Dostupné z: <https://www.vazeme.cz/cs/vyuziti-plastu>
- 11) VISCUMA PLASTIC. viscumaplastic.cz [online]. [cit. 2020-04-18]. Dostupné z: <https://www.viscumaplastic.cz/>

#### **Ostatní zdroje:**

- 1) Výroční zprávy společnosti VISCUMA PLASTIC a.s. v letech 2015-2019
- 2) Výroční zpráva společnosti VISCUMA s.r.o. 2019
- 3) Interní informace o společnosti

## Seznam tabulek

Tabulka 1 - Vertikální analýza aktiv .....	- 58 -
Tabulka 2 – Horizontální analýza aktiv .....	- 58 -
Tabulka 3 – Vertikální analýza pasiv .....	- 59 -
Tabulka 4 – Horizontální analýza pasiv .....	- 60 -
Tabulka 5 – Vertikální analýza VZaZ .....	- 61 -
Tabulka 6 – Horizontální analýza VZaZ .....	- 62 -
Tabulka 7 – Vývoj ČPK a jeho potřeby .....	- 63 -
Tabulka 8 – Analýza zadluženosti .....	- 63 -
Tabulka 9 – Analýza likvidity .....	- 64 -
Tabulka 10 – Analýza rentability .....	- 65 -
Tabulka 11 – Analýza aktivity .....	- 66 -
Tabulka 12 - Vývoj indexu IN05 .....	- 67 -
Tabulka 13 – SWOT analýza .....	- 69 -
Tabulka 14 – Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný .....	- 73 -
Tabulka 15 – Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření .....	- 74 -
Tabulka 16 - Míra závislosti makroekonomických veličin a růstu trhu .....	- 74 -
Tabulka 17 – Prognóza ukazatele objemu mezd a platů .....	- 75 -
Tabulka 18 – Prognózované tržby trhu .....	- 75 -
Tabulka 19 – Vývoj tržního podílu .....	- 76 -
Tabulka 20 – Prognóza tržeb podniku v tis. Kč .....	- 76 -
Tabulka 21 – Zisková marže shora-vývoj za minulost .....	- 76 -
Tabulka 22 – Zisková marže shora-prognózované hodnoty .....	- 77 -
Tabulka 23 – Podíl položek na tržbách .....	- 77 -
Tabulka 24 – Výpočet ziskové marže zdola – minulý vývoj .....	- 78 -
Tabulka 25 – Výpočet ziskové marže zdola – prognóza .....	- 78 -
Tabulka 26 – Doby obratu pro prognózu pracovního kapitálu .....	- 79 -
Tabulka 27 – Vývoj pracovního kapitálu a jeho prognóza .....	- 79 -
Tabulka 28 – Odhad investic do dlouhodobého majetku .....	- 80 -
Tabulka 29 – Plán majetku, investic a odpisů .....	- 81 -
Tabulka 30 - Prognóza rentability ziskové marže .....	- 82 -
Tabulka 31 - Předběžné ocenění podniku .....	- 83 -



Tabulka 32 - Analýza citlivosti ziskové marže a diskontní míry .....	- 83 -
Tabulka 33 - Plán výkazu zisku a ztrát-KPVH .....	- 84 -
Tabulka 34 - Plán výkazu zisku a ztrát-nákladové úroky.....	- 84 -
Tabulka 35 - Plán výkazu zisku a ztrát-VH za účetní období po dani .....	- 84 -
Tabulka 36 - Plánovaná rozvaha-aktiva .....	- 85 -
Tabulka 37 - Plánovaná rozvaha-pasiva.....	- 86 -
Tabulka 38 - Počáteční stav peněžních prostředků .....	- 86 -
Tabulka 39 - Plán výkazu cash flow.....	- 87 -
Tabulka 40 - Výpočet nákladů na vlastní kapitál .....	- 88 -
Tabulka 41 - Stanovení hodnot a váhy vlastního a cizího kapitálu .....	- 88 -
Tabulka 42 - Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu .....	- 89 -
Tabulka 43 - Výpočet hodnoty podniku-první fáze.....	- 89 -
Tabulka 44 - Výpočet pokračující hodnoty .....	- 90 -
Tabulka 45 - Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF .....	- 91 -

## Seznam obrázků

Obrázek 1 – Systém funkcí dle Kolínské školy.....	- 15 -
Obrázek 2 – Du Pontův rozklad .....	- 25 -
Obrázek 3 – Generátory hodnoty .....	- 29 -
Obrázek 4 – Rozklad ukazatele ROE .....	- 67 -

## Seznam grafů

Graf 1 – Vývoj tržeb v plastikářském odvětví.....	- 46 -
Graf 2 – Vývoj reálného hrubého domácího produktu a jeho predikce .....	- 47 -
Graf 3 – Vývoj spotřeby domácností.....	- 48 -
Graf 4 – Vývoj míry inflace spotřebitelských cen v % a její predikce.....	- 49 -
Graf 5 – Vývoj míry nezaměstnanosti v % a její predikce.....	- 49 -
Graf 6 – Vývoj průměrné mzdy v ČR .....	- 50 -
Graf 7 – Vývoj počtu obyvatel v ČR.....	- 50 -
Graf 8 – Vývoj tržního podílu .....	- 52 -

## Seznam příloh

Příloha I - Výpočet indexu IN05 .....	- 98 -
Příloha II - Výkaz zisku a ztrát oceňované společnosti v letech 2015 až 2019.....	- 99 -
Příloha III - Rozvaha-aktiva oceňované společnosti v letech 2015 až 2019 .....	- 100 -
Příloha IV- Rozvaha-pasiva oceňované společnosti v letech 2015 až 2019 .....	- 101 -

## Přílohy

Příloha I - Výpočet indexu IN05

Rok	Váha ukazatele	2015	2016	2017	2018	2019
		v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč
<b>A (aktiva/cizí kapitál)</b>	<b>0,13</b>	3,04	1,48	1,53	1,61	1,92
Aktiva		74 057	192 524	203 131	204 198	215 571
Cizí kapitál		24 336	129 664	132 969	126 929	112 309
A * váha ukazatele		0,396	0,193	0,199	0,209	0,250
<b>B (EBIT/nákladové úroky)</b>	<b>0,04</b>	9,00	9,00	9,00	6,94	9,00
EBIT		32 467	21 801	12 025	11 832	26 539
Nákladové úroky		218	665	1 161	1 704	1 993
B * váha ukazatele		0,360	0,360	0,360	0,278	0,360
<b>C (EBIT/celková aktiva)</b>	<b>3,97</b>	0,44	0,11	0,06	0,06	0,12
EBIT		32 467	21 801	12 025	11 832	26 539
Celková aktiva		74 057	192 524	203 131	204 198	215 571
C * váha ukazatele		1,740	0,450	0,235	0,230	0,489
<b>D (celkové výnosy/celková aktiva)</b>	<b>0,21</b>	3,03	1,29	2,71	2,46	2,38
Celkové výnosy		224 044	249 102	551 481	502 085	512 209
Celková aktiva		74 057	192 524	203 131	204 198	215 571
D * váha ukazatele		0,635	0,272	0,570	0,516	0,499
<b>E (OA/krátkodobé závazky a úvěry)</b>	<b>0,09</b>	3,24	1,29	1,20	1,21	1,47
Oběžná aktiva		57 824	102 842	111 218	115 234	127 271
Krátkodobé závazky		17 841	79 923	92 646	95 366	86 360
E * váha ukazatele		0,29	0,12	0,11	0,11	0,13
<b>Index IN05</b>		<b>3,423</b>	<b>1,390</b>	<b>1,472</b>	<b>1,342</b>	<b>1,730</b>

Příloha II - Výkaz zisku a ztrát oceňované společnosti v letech 2015 až 2019

<b>Výkaz zisku a ztrát k 31. 12. v tis Kč.</b>		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
I.	Tržby z prodeje výrobků a služeb	212 957	242 166	471 182	425 112	462 665
II.	Tržby za prodej zboží	5 652	1 101	52 130	47 372	31 293
A.	Výkonová spotřeba (součet A.1. až A.3.)	151 845	175 112	451 806	392 794	412 864
A.1.	Náklady vynaložené na prodané zboží	4 628	687	41 906	39 796	25 447
A.2.	Spotřeba materiálu a energie	117 536	140 437	357 059	305 422	337 363
A.3.	Služby	29 681	33 988	52 841	47 576	50 054
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	-2 379	-885	-4 210	-434	-7 418
C.	Aktivace (-)	0	0	0	0	-87
D.	Osobní náklady (součet D.1. až D.2.)	34 374	43 738	58 930	63 325	57 488
D.1.	Mzdové náklady	25 330	32 189	43 399	46 464	42 383
D.2.	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	9 044	11 549	15 531	16 861	15 105
D.2.1.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	8 402	10 746	14 540	15 701	14 231
D.2.2.	Ostatní náklady	642	803	991	1 160	874
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti (součet E.1. až E.3.)	882	2 720	4 253	4 754	6 174
E.1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	882	2 720	4 253	4 754	6 124
E.1.1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	1 025	2 753	4 253	4 754	6 124
E.1.2.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné	-143	-33	4 253	4 754	5 148
E.2.	Úpravy hodnot zásob	0	0	0	0	1 026
E.3.	Úpravy hodnot pohledávek	0	0	0	0	0
III.	Ostatní provozní výnosy (součet III.1 až III.3.)	4 614	5 633	22 369	25 760	12 470
III.1.	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	73	281	100	0	13
III.2.	Tržby z prodaného materiálu	4 116	4 673	20 211	25 064	11 861
III.3.	Jiné provozní výnosy	425	679	2 058	696	596
F.	Ostatní provozní náklady (součet F.1. až F.5.)	5 257	5 912	21 735	24 187	12 613
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	73	277	243	0	25
F.2.	Zůstatková cena prodaného materiálu	3 373	3 846	18 280	22 810	10 342
F.3.	Daně a poplatky	93	120	112	118	118
F.4.	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období		0	0	0	0
F.5.	Jiné provozní náklady	1 718	1 669	3 100	1 259	2 128
<b>*</b>	<b>Provozní výsledek hospodaření (+/-)</b>	<b>33 244</b>	<b>22 303</b>	<b>13 167</b>	<b>13 618</b>	<b>24 794</b>
IV.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku – podíly	0	0	0	0	0
G.	Náklady vynaložené na prodané podíly	0	0	0	0	0
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
H.	Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	0	0	0	0	0
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	0	0	3	133	359
I.	Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
J.	Nákladové úroky a podobné náklady (součet J.1 + J.2.)	218	665	1 161	1 704	1 993
VII.	Ostatní finanční výnosy	821	202	5 797	3 708	5 422
K.	Ostatní finanční náklady	1 598	734	6 942	5 627	4 036
<b>*</b>	<b>Finanční výsledek hospodaření (+/-)</b>	<b>-995</b>	<b>-1 197</b>	<b>-2 303</b>	<b>-3 490</b>	<b>-248</b>

<b>**</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>	<b>32 249</b>	<b>21 106</b>	<b>10 864</b>	<b>10 128</b>	<b>24 546</b>
L.	Daň z příjmů (součet L. 1 + L.2.)	6 093	3 992	1 957	1 844	4 592
L.1.	Daň z příjmů splatná	5 701	3 458	1 182	1 192	4 226
L.2.	Daň z příjmů odložená (+/-)	392	534	775	652	366
<b>**</b>	<b>Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)</b>	<b>26 156</b>	<b>17 144</b>	<b>8 907</b>	<b>8 284</b>	<b>19 954</b>
M.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)		0	0	0	0
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>26 156</b>	<b>17 144</b>	<b>8 907</b>	<b>8 284</b>	<b>19 954</b>
	Čistý obrat za účetní období = I. + II. + III. + IV. + V. + VI. + VII:	224 044	249 102	551 481	502 085	512 209

Příloha III - Rozvaha-aktiva oceňované společnosti v letech 2015 až 2019

<b>Rozvaha-aktiva k 31. 12. v tis Kč.</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
AKTIVA CELKEM (A. + B. + C. + D.)	74 057	192 524	203 131	204 198	215 571
<b>Dlouhodobý majetek (B.I. + B.II. + B.III.)</b>	<b>10 079</b>	<b>84 262</b>	<b>87 124</b>	<b>86 725</b>	<b>85 589</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek (součet B.I. 1. až B.I.5.2.)	140	68	8	0	0
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje		0	0	0	0
Ocenitelná práva	140	68	8	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek (součet B.II.1. až B.II.5.2.)	9 939	84 194	87 116	86 725	85 589
Pozemky a stavby	254	73 902	74 912	72 909	70 623
Pozemky	254	2 152	2 152	2 152	2 152
Stavby	0	71 750	72 760	70 757	68 471
Hmotné movité věci a jejich soubory	8 668	10 162	12 074	13 588	14 947
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a	1 017	130	130	228	19
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	887	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	130	130	130	228	19
Dlouhodobý finanční majetek (součet B.III.1. až B.III.7.2.)	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva (C.I. + C.II. + C.III. + C.IV.)</b>	<b>57 824</b>	<b>102 842</b>	<b>111 218</b>	<b>115 234</b>	<b>127 271</b>
Zásoby (součet C. I.1. až C.I.5.)	19 532	43 416	38 498	41 044	64 760
Materiál	12 146	34 374	29 324	32 059	29 504
Nedokončená výroba a polotovary	523	768	749	892	4 635
Výrobky a zboží	6 863	8 274	8 425	8 093	10 144
Výrobky	6 794	6 009	8 113	7 608	9 905
Zboží	69	2 265	312	485	239
Pohledávky ( C.II.1 + C.II.2)	29 269	55 595	72 597	69 171	62 243
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	29 269	55 595	72 597	69 171	62 243
Pohledávky z obchodních vztahů	28 203	45 379	67 126	55 055	59 602
Pohledávky - ostatní	1 066	10 216	5 471	14 116	2 641
Stát - daňové pohledávky		3 088	3 411	1 720	532
Krátkodobé poskytnuté zálohy	754	6 375	941	11 642	128
Dohadné účty aktivní	312	753	287	129	0
Jiné pohledávky		0	832	625	1 981
Krátkodobý finanční majetek (C.III.1. + C.III.2.)	0	0	0	0	0

Peněžní prostředky (C.IV.1. + C.IV.2.)	9 023	3 831	123	5 019	268
Peněžní prostředky v pokladně	32	53	81	48	50
Peněžní prostředky na účtech	8 991	3 778	42	4 971	218
<b>Časové rozlišení aktiv (D.1. + D.2.+ D.3.)</b>	<b>6 154</b>	<b>5 420</b>	<b>4 789</b>	<b>2 239</b>	<b>2 711</b>
Náklady příštích období	6 154	5 420	4 789	2 239	2 711

Příloha IV- Rozvaha-pasiva oceňované společnosti v letech 2015 až 2019

<b>Rozvaha-pasiva k 31. 12. v tis Kč.</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
PASIVA CELKEM	74 057	192 524	203 131	204 198	215 571
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>49 641</b>	<b>62 755</b>	<b>70 162</b>	<b>77 269</b>	<b>96 046</b>
Základní kapitál	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
Fondy ze zisku	20	20	20	20	20
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	20 965	43 121	58 735	66 465	73 572
Nerozdělený zisk minulých let	20 965	43 121	58 735	66 465	73 572
Neuhrazená ztráta minulých let (-)	0	0	0	0	0
Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	26 156	17 114	8 907	8 284	19 954
Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)	0	0	0	0	0
<b>Cizí zdroje</b>	<b>24 336</b>	<b>129 664</b>	<b>132 969</b>	<b>126 929</b>	<b>112 309</b>
Rezervy	2 968	0	0	0	3 038
Rezerva na daň z příjmů	2 968	0	0	0	3 038
Závazky	21 217	129 664	132 969	126 929	109 271
Dlouhodobé závazky	3 376	49 741	40 323	31 563	22 911
Závazky k úvěrovým institucím	2 746	48 577	38 383	28 972	19 954
Odložený daňový závazek	630	1 164	1 940	2 591	2 957
Krátkodobé závazky	17 841	79 923	92 646	95 366	86 360
Závazky k úvěrovým institucím	5 176	23 193	48 193	45 411	41 017
Krátkodobé přijaté zálohy	1 256	10 545	1 312	3 092	5 945
Závazky z obchodních vztahů	7 113	41 441	34 870	38 943	33 357
Závazky ostatní	4 296	4 744	8 271	7 920	6 041
Závazky k zaměstnancům	1 885	2 298	2 849	2 835	2 604
Závazky ze sociálního a zdravotního pojištění	1 059	1 282	1 673	1 649	1 490
Stát – daňové závazky a dotace	740	257	1 502	2 234	1 891
Dohadné účty pasivní	0	836	1 921	10	6
Jiné závazky	612	71	326	1 192	50
Časové rozlišení pasiv	80	105	0	0	7 216
Výdaje příštích období	80	105	0	0	65
Výnosy příštích období	0	0	0	0	7 151